

# 房地产行业

## 抗趋势融资销售积极，拿地力度创年内新高

行业评级 **买入**

前次评级 买入  
报告日期 2019-08-21

### 核心观点:

● **房企销售：淡季市场竞争加剧，规模稳定价格有所牺牲**  
7月转入淡季，房企销售规模环比下降，同比增速稳定，46家跟踪房企单月销售同比增长13.6%，增速小幅扩大0.3pct。市场竞争压力加大，体现为面积增速提升21.9%，但均价同比下滑6.9%，市场整体去化率回落。头部龙头企业推盘态度更加坚决，规模增速趋势回升，但也主要由面积驱动。近3月中国金茂表现最强，年初以来改善最为明显的是中国海外发展和世茂房地产。

● **房企拿地：一二线房企7月拿地力度创年内新高**

受市场整体影响，7月上市房企拿地金额环比下降32%。拿地力度变化有三个趋势：1)主流企业拿地力度提升(13家top30房企占跟踪全样本比例提升至86%)；2)一二线城市企业拿地力度提升(拿地/销售71%，年内新高)；3)融资能力强的企业拿地力度提升(万科A、中国海外发展等)，主流房企7月拿地毛利率为33%，基本维持稳定。

● **房企融资：政策环境收紧，上市企业现阶段受影响有限**

受房地产资金面的监管政策影响，近期房企融资收紧态势明显，从7月的上市房企融资结果来看，信用债影响较大(A股7月同比-44%)，信托行业数据收缩(同比-11%)，但企业信托渠道融资不降反升(7月A股房企非标融资规模同比+87%)，海外债在经历了5、6月份的低迷后，7月规模也有所增长(7月内房企海外债同比+99%)。从成本来看，7月A股房企境内融资成本为5.2%，维持相对低位，部分主流房企信用债发行成本持续改善，海外债融资成本8.2%，环比上升0.6pct。我们认为，近期融资监管政策本质上加剧了房企的供给侧改革，未来资源将进一步向头部企业集中。

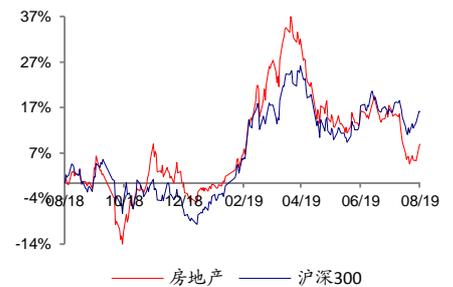
● **房企估值：房企估值持续下探，业绩及政策预期或助推估值修复**

本月A股申万房地产板块指数绝对收益为-7.8%，相对收益为-7.4%；H股恒生地产类指数当月绝对收益为-9.4%，相对收益为-0.8%，A股及H股房企估值在近期政策的压力下重回历史低位。本月涨幅居前公司主要受益于半年度经营业绩提升，部分业绩亮眼的房企自半年度业绩公布以来股价表现较好，助推公司估值修复，关注未来信贷政策环境变化及个股销售表现。

● **风险提示**

公司公告销售及拿地数据与第三方公告数据存在一定差异，公司经营业绩及盈利情况不及预期；资金面政策收紧进一步加码。

### 相对市场表现



分析师：乐加栋  
SAC 执证号：S0260513090001  
021-60750620  
lejiadong@gf.com.cn  
分析师：郭镇  
SAC 执证号：S0260514080003  
SFC CE No. BNN906  
010-59136622  
guoz@gf.com.cn

请注意，乐加栋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

- 房地产行业:利率环境改善，基本面压力增加 2019-08-18
- 房地产行业:中央重申“房住不炒”，融资环境趋紧 2019-08-16
- 房地产行业:中西部销售略超预期，自筹资金同比转负 2019-08-15

联系人：邢莘 021-60750620  
xingshen@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

| 股票简称   | 股票代码      | 货币  | 最新    | 最近         | 评级 | 合理价值<br>(元/<br>股) | EPS(元) |       | PE(x) |       | EV/EBITDA(x) |       | ROE(%) |       |
|--------|-----------|-----|-------|------------|----|-------------------|--------|-------|-------|-------|--------------|-------|--------|-------|
|        |           |     | 收盘价   | 报告日期       |    |                   | 2019E  | 2020E | 2019E | 2020E | 2019E        | 2020E | 2019E  | 2020E |
| 万科 A   | 000002.SZ | 人民币 | 27.17 | 2019/04/08 | 买入 | 39.60             | 3.48   | 3.96  | 7.81  | 6.86  | 6.59         | 7.49  | 19.9%  | 18.5% |
| 招商蛇口   | 001979.SZ | 人民币 | 20.63 | 2019/03/19 | 买入 | 29.80             | 2.29   | 2.57  | 9.02  | 8.03  | 8.98         | 8.33  | 21.0%  | 19.1% |
| 华夏幸福   | 600340.SH | 人民币 | 27.39 | 2019/08/18 | 买入 | 36.99             | 4.93   | 6.03  | 5.55  | 4.54  | 8.21         | 7.76  | 29.0%  | 26.2% |
| 华侨城 A  | 000069.SZ | 人民币 | 7.02  | 2018/11/01 | 买入 | -                 | 1.33   | 1.42  | 5.26  | 4.93  | 5.77         | 5.46  | 15.0%  | 13.8% |
| 荣盛发展   | 002146.SZ | 人民币 | 8.60  | 2019/08/17 | 买入 | 13.52             | 2.25   | 2.48  | 3.82  | 3.47  | 2.14         | 0.17  | 22.6%  | 19.9% |
| 金科股份   | 000656.SZ | 人民币 | 6.93  | 2019/08/16 | 买入 | 7.26              | 0.97   | 1.16  | 7.16  | 5.96  | 17.69        | 22.80 | 18.8%  | 18.4% |
| 中南建设   | 000961.SZ | 人民币 | 7.96  | 2019/05/31 | 买入 | 10.78             | 1.08   | 1.89  | 7.39  | 4.22  | 4.59         | 4.78  | 19.6%  | 25.5% |
| 阳光城    | 000671.SZ | 人民币 | 6.41  | 2019/04/03 | 买入 | 8.89              | 0.94   | 1.25  | 6.85  | 5.11  | 10.70        | 8.40  | 18.0%  | 19.5% |
| 蓝光发展   | 600466.SH | 人民币 | 5.93  | 2019/03/20 | 买入 | 10.04             | 1.11   | 1.72  | 5.32  | 3.46  | 11.00        | 11.78 | 22.6%  | 25.8% |
| 新潮中宝   | 600208.SH | 人民币 | 2.94  | 2019/03/18 | 买入 | 5.20              | 0.48   | 0.57  | 6.18  | 5.17  | 23.10        | 18.50 | 10.2%  | 10.9% |
| 中国国贸   | 600007.SH | 人民币 | 16.30 | 2019/07/08 | 买入 | 19.86             | 0.92   | 1.04  | 17.65 | 15.74 | 7.75         | 6.88  | 11.8%  | 11.7% |
| 金融街    | 000402.SZ | 人民币 | 7.71  | 2019/08/12 | 买入 | 10.31             | 1.29   | 1.47  | 5.98  | 5.24  | 12.81        | 10.65 | 10.9%  | 11.1% |
| 碧桂园    | 02007.HK  | 港币  | 9.82  | 2019/04/13 | 买入 | 16.03             | 1.96   | 2.26  | 4.50  | 3.91  | 3.30         | 3.15  | 23.4%  | 18.8% |
| 融创中国   | 01918.HK  | 港币  | 34.50 | 2019/04/07 | 买入 | 54.70             | 5.28   | 7.00  | 5.90  | 4.45  | 8.35         | 4.98  | 27.2%  | 26.5% |
| 旭辉控股集团 | 00884.HK  | 港币  | 4.66  | 2019/08/18 | 买入 | 6.16              | 0.91   | 1.13  | 4.67  | 3.74  | 3.70         | 2.80  | 21.6%  | 21.2% |
| 万科企业   | 02202.HK  | 港币  | 27.85 | 2019/04/08 | 买入 | 38.70             | 3.48   | 3.96  | 7.19  | 6.32  | 6.59         | 7.49  | 19.9%  | 18.5% |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: (1) 以上公司为广发证券地产组近两年覆盖标的;

(2) A 股标的合理价值货币单位为人民币, 港股标的(碧桂园、融创中国、旭辉控股集团、万科企业)合理价值货币单位为港币;

(3) A 股及港股标的 EPS 货币单位均为人民币;

(4) 表中估值指标按照最新收盘价计算。

## 目录索引

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 房企销售：淡季市场竞争加剧，规模稳定价格有所牺牲.....        | 5  |
| 市场概况：密集推盘下龙头房企增速扩大，去化率边际下行.....      | 5  |
| 房企概况：成长型房企表现突出，中国海外发展、中国金茂持续高增长..... | 9  |
| 房企拿地：一二线房企7月拿地力度创年内新高.....           | 13 |
| 房企融资：政策环境收紧，上市企业现阶段受影响有限.....        | 21 |
| 融资综述：央行强调加强房地产资金监管，LPR改革利率环境改善.....  | 21 |
| 各融资渠道分析：信用债规模持续收紧，信托发行规模环比下降3成.....  | 23 |
| 房企估值：房企估值持续下探，业绩或助推估值修复.....         | 28 |

## 图表索引

|   |    |
|---|----|
| 图 1：统计局、百强房企及跟踪房企7月单月销售金额增速.....        | 5  |
| 图 2：统计局、35重点城市及重点跟踪房企7月销售面积增速.....      | 6  |
| 图 3：全国及一二线城市开盘去化率.....                  | 6  |
| 图 4：各口径下房企销售均价增速（%）.....                | 7  |
| 图 5：重点跟踪房企金额增速贡献对比.....                 | 7  |
| 图 6：重点跟踪房企销售计划完成情况.....                 | 7  |
| 图 7：2019年1-7月各层级房企销售金额贡献拆分.....         | 7  |
| 图 8：龙头及成长型房企销售规模增速变化趋势.....             | 8  |
| 图 9：销售均价分段房企销售金额增速表现.....               | 9  |
| 图 10：部分上市房企7月单月销售金额（亿元）及增速.....         | 10 |
| 图 11：部分上市房企7月及历史增速对比.....               | 10 |
| 图 12：部分上市房企1-7月累计销售金额增速拆分（%）.....       | 11 |
| 图 13：部分上市房企目标完成率及历史同期目标完成情况（%）.....     | 12 |
| 图 14：中指院300城商住用地及13个房企拿地金额增速.....       | 13 |
| 图 15：中指院300城商住用地及13个房企拿地楼面价（元/平）.....   | 13 |
| 图 16：13个房企拿地金额占300城商住用地出让金的比例.....      | 14 |
| 图 17：TOP30房企1-7月拿地金额及7月单月拿地金额同比增速.....  | 15 |
| 图 18：TOP30房企19年1-7月累计拿地规模及销售规模（亿元）..... | 15 |
| 图 19：分线房企拿地力度（拿地金额/销售金额）.....           | 16 |
| 图 20：13个房企拿地力度（拿地金额/销售金额）.....          | 16 |
| 图 21：溢价率回落窗口期加快获取优质土地资源.....            | 16 |
| 图 22：近两年13个房企拿地力度对比（拿地金额/销售金额）.....     | 17 |
| 图 23：13个房企长三角及珠三角拿地建面占比.....            | 18 |
| 图 24：13个房企一二线拿地建面占比.....                | 18 |
| 图 25：13个房企拿地建面区域分布.....                 | 18 |
| 图 26：13个房企新进入城市数量以及新进入城市土地投资占比.....     | 19 |

|   |    |
|---|----|
| 图 27: 样本房企拿地静态毛利率.....                          | 20 |
| 图 28: 一二线及三四线房企拿地静态毛利率 .....                    | 20 |
| 图 29: 13 个房企新进入城市及已布局城市拿地毛利率情况 .....            | 20 |
| 图 30: A 股房企债权融资、到期及净融资规模 (亿元) .....             | 22 |
| 图 31: A 股房企债权融资结构拆分 .....                       | 23 |
| 图 32: 7 月融资规模结构与近半年平均对比 .....                   | 23 |
| 图 33: 境内债权融资平均融资成本 .....                        | 23 |
| 图 34: A 股房企信用债单月融资规模及年内月均规模 (亿元) .....          | 24 |
| 图 35: 全样本信用债发行成本及利差 .....                       | 24 |
| 图 36: 7 月及近半年信用债平均融资成本对比 .....                  | 24 |
| 图 37: A 股非标融资单月规模及同比 .....                      | 25 |
| 图 38: A 股非标融资结构 .....                           | 25 |
| 图 39: 房地产信托发行规模及增速 .....                        | 26 |
| 图 40: 房地产信托成立规模及增速 .....                        | 26 |
| 图 41: 内房股海外债融资单月规模及同比 .....                     | 26 |
| 图 42: 内房股海外债融资结构 (亿元, 按主体区分) .....              | 26 |
| 图 43: 内房股海外债利率 .....                            | 27 |
| 图 44: 房股海外债利率 (按评级分类) .....                     | 27 |
| 图 45: 本月 A 股主流房企股价月涨跌幅(07.19-08.19) .....       | 29 |
| 图 46: 本月 H 股主流房企股价月涨跌幅(07.19-08.19) .....       | 29 |
| 图 47: 部分发布半年度业绩房企 19 半年度业绩及业绩发布以来股价表现 .....     | 29 |
| 图 48: A 股及 H 股龙头房企 PE (TTM) .....               | 31 |
| 图 49: A 股及 H 股龙头房企 PE (动态) .....                | 31 |
| 图 50: A 股及 H 股龙头房企 NAV 折价情况 .....               | 32 |
| 图 51: A 股主流房企动态 PE 估值变化 (截至 08.19) .....        | 32 |
| 图 52: H 股主流房企动态 PE 估值变化 (截至 08.19) .....        | 32 |
| <br>  |    |
| 表 1: 按规模分类房企销售金额增速及其构成 .....                    | 8  |
| 表 2: 按价格段划分房企销售金额增长的贡献拆分 .....                  | 9  |
| 表 3: 部分重点跟踪房企 7 月销售情况 .....                     | 11 |
| 表 4: 不同口径房企拿地金额及面积对比 .....                      | 14 |
| 表 5: 13 个房企历年拿地力度对比 (拿地金额/销售金额) .....           | 16 |
| 表 6: 13 个房企拿地金额权益比例 .....                       | 17 |
| 表 7: 土地储备货值分布及截至 19 年 7 月货值测算 .....             | 20 |
| 表 8: 近期资金监管政策、传闻及表态 .....                       | 21 |
| 表 9: 内房股 7 月信用债发行融资成本对比 .....                   | 24 |
| 表 10: 内房股美元债相同主体间的利率变化对照 .....                  | 27 |
| 表 11: 公告整理房企债权融资规模及成本 .....                     | 27 |
| 表 12: A 股及 H 股房地产板块及主流房地产公司股价表现情况 .....         | 29 |
| 表 13: A 股及 H 股房地产板块及主流房地产公司估值表现情况 (动态 PE) ..... | 33 |
| 表 14: A 股及 H 股房地产板块及主流房地产公司估值表现情况汇总 .....       | 33 |

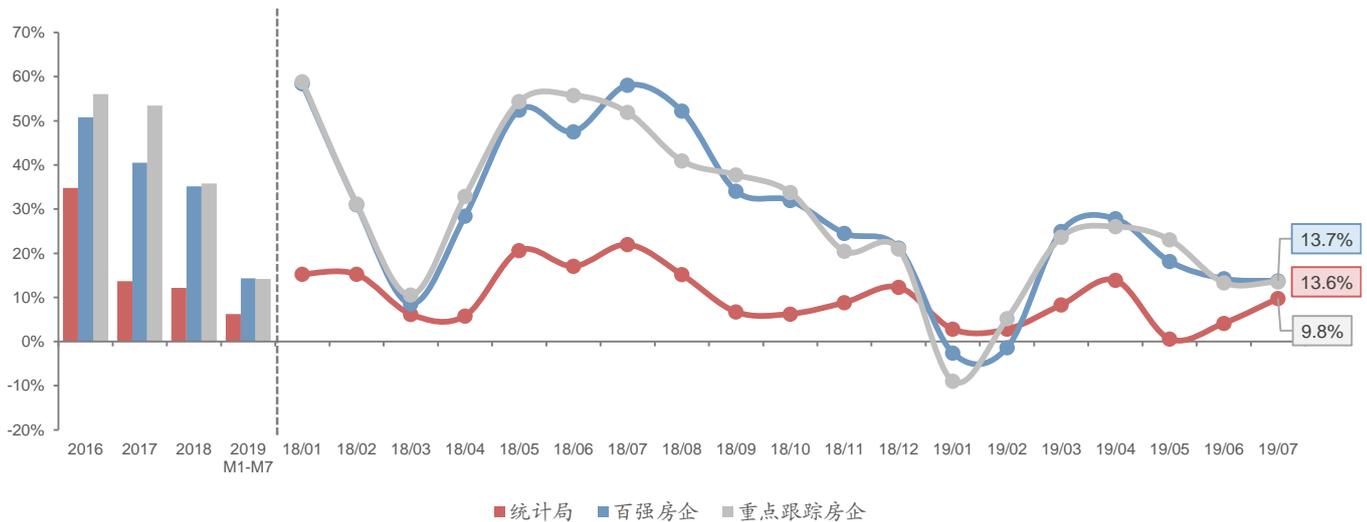
## 房企销售：淡季市场竞争加剧，规模稳定价格有所牺牲

### 市场概况：密集推盘下龙头房企增速扩大，去化率边际下行

销售金额方面，从广发地产小组跟踪的46家重点跟踪上市房企公布的数据来看，7月跟踪房企销售金额6196亿元，同比增长13.6%，增速较6月小幅扩大0.3pct，单月市场占有率49.7%，与去年同期相比提高1.7pct，虽然进入7月销售转入淡季，绝对销售规模有所下降，但仍基本维持前期相对增速水平。

1-7月重点跟踪房企累计完成销售金额同比增长14.2%，增速较6月继续收窄。与行业整体表现相比，趋势上基本与百强企业增速相仿。7月统计局销售金额增速为9.8%，主流房企依然强于行业整体，相对优势进一步收窄，但市场集中度则依旧处于上升通道。

图1：统计局、百强房企及跟踪房企7月单月销售金额增速

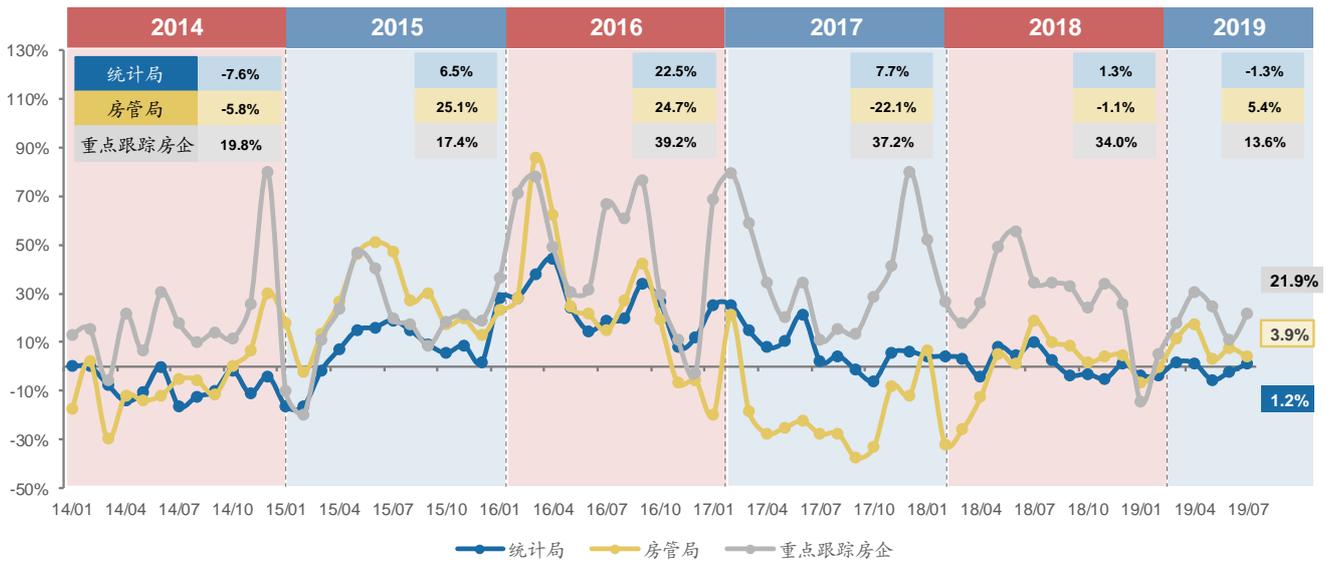


数据来源：公司公告，克而瑞，统计局，广发证券发展研究中心

从面积口径来看，从46个重点跟踪上市房企数据来看，2019年7月销售面积同比增长21.9%，增速较6月上升11.2pct，1-7月累计销售面积同比增长13.6%，增速较1-6月扩大1.2pct。

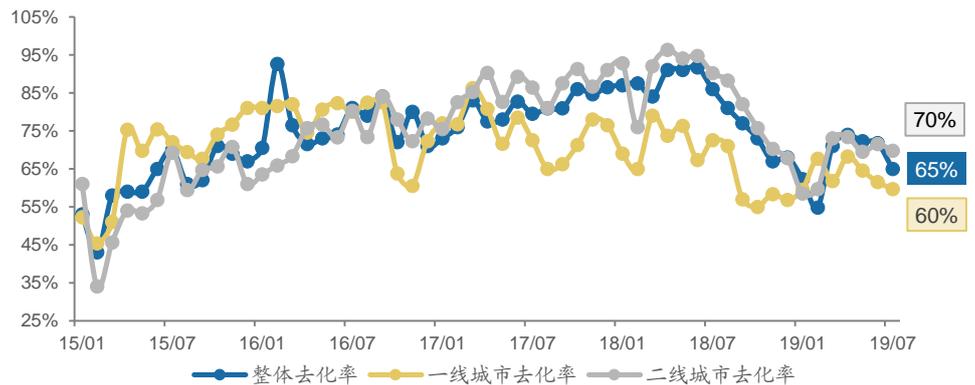
更长维度来看，自17年起多数月份重点跟踪房企增速均高于全国房地产市场平均增速，进入18年以来二者增速差有所收窄。相对行业水平，主流房企单月增速高于重点一二线城市和全国水平，密集推盘下7月单月销售增速重新拉开与整体市场及一二线重点城市的差距。然而从去化率来看，整体市场及一二线城市去化率均出现明显下降，分别较6月下降6.7pct、1.8pct及1.7pct，尽管销售仍保持较高增速，市场景气度表现出边际下行的趋势。

图2: 统计局、35重点城市及重点跟踪房企7月销售面积增速



数据来源: 公司公告, 克而瑞, 统计局, 广发证券发展研究中心

图3: 全国及一二线城市开盘去化率

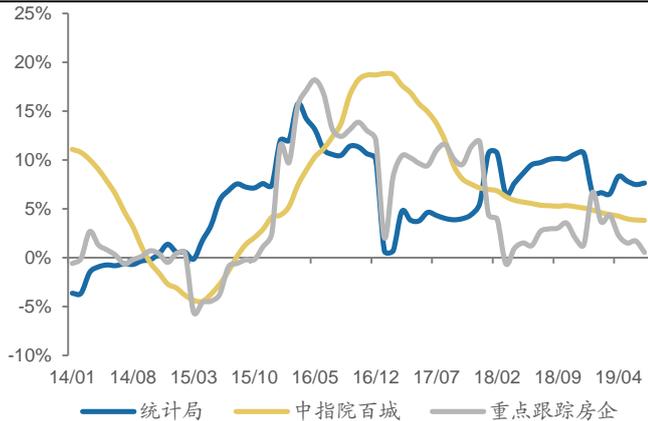


数据来源: 克而瑞, 广发证券发展研究中心

销售金额及销售面积之间的增速差反映的是销售均价的下行, 2019年1-7月重点跟踪房企销售均价为13796元/平, 同比下降6.9%, 而同期统计局及中指院口径房价增速分别为8.5%及3.8%。随着地产行业融资渠道收紧, 房地产企业普遍选择加大推货力度实现销售回款, 维持公司现金流持续性, 因此自6月以来市场竞争激烈程度提升, 在此过程中房企一定程度上体现出以量换价的特征, 由此导致7月销售金额与面积之间较为明显的增速差

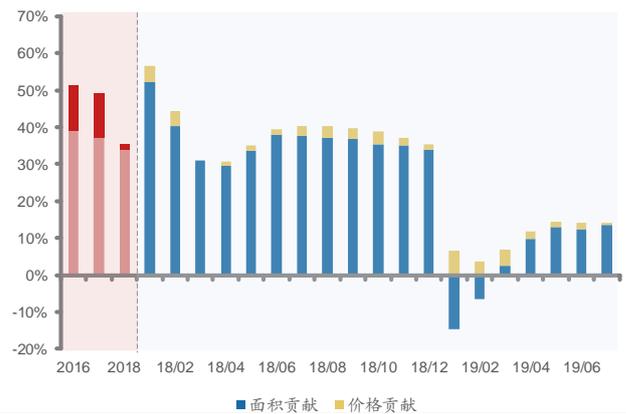
从销售金额增速贡献因素来看, 19年以来统计局商品房销售金额增长完全来自于均价增长的贡献, 而我们所跟踪的46家上市房企的规模增长更多来自于销售面积的扩张, 整体价格依然是正贡献, 但增速逐月收窄, 从17年以来支撑头部公司规模增长的还是来自运营销售体量的提升。

图4: 各口径下房企销售均价增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

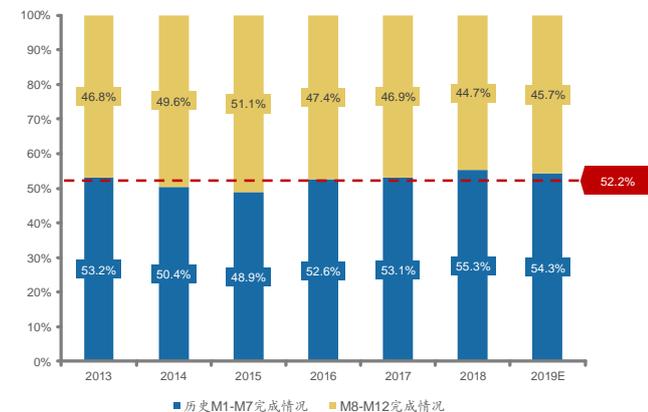
图5: 重点跟踪房企金额增速贡献对比



数据来源: 统计局, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

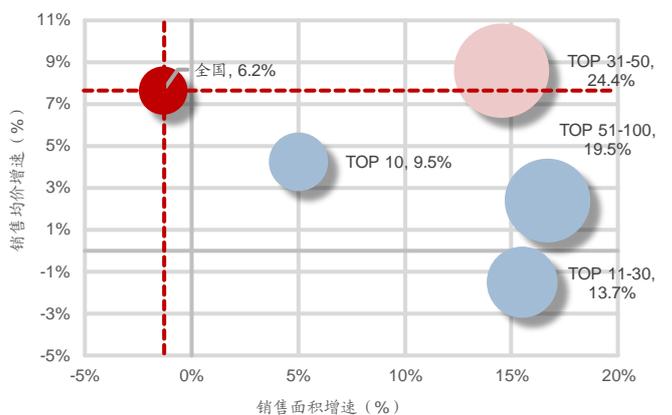
从整体销售进度来看, 根据公布销售计划的上市房企数据计算, 截至2019年7月, 34家公布销售目标的上市房企平均全年销售计划完成率为54.3%, 较2018年同期完成率略有下降, 但高于以前年度的平均完成水平, 房企本年度销售计划完成情况基本符合预期。考虑下半年市场走势, 行业整体大概率可以完成全年销售计划。

图6: 重点跟踪房企销售计划完成情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图7: 2019年1-7月各层级房企销售金额贡献拆分



数据来源: 统计局, 克而瑞, 房管局, 广发证券发展研究中心

分结构来看房企的销售表现, 按排名来看19年增速最快的是31-50名的企业, 基本上呈量价齐升的态势, 重点跟踪房企相对增速高于行业但已经落后于百强平均水平。龙头房企19年7月单月销售金额增速为11.4%, 成长型公司为15.7%, 18年成长型企业始终维持优于龙头房企的增长表现, 而这一趋势在19年延续了下去。19年1-7月, 龙头房企累计销售金额增速为9.2%, 成长型房企整体则为19.7%。

从累计数据来看, 19年1-7月龙头房企量价齐升拉动销售金额增长, 成长型房企则表现出量升价降的特征。然而7月单月, 成长型房企销售面积、销售均价增速较6月基本持平, 而龙头房企销售均价转负同比下降11%, 而销售面积则同比上升21.6pct至25.2%, 以量换价实现资金回笼的特征在龙头房企中表现更为明显。

图8: 龙头及成长型房企销售规模增速变化趋势



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

备注: 龙头企业为广发证券地产小组跟踪的销售排名 top10 房企的公告数据, 成长房企为其他 36 家公告销售数据的企业

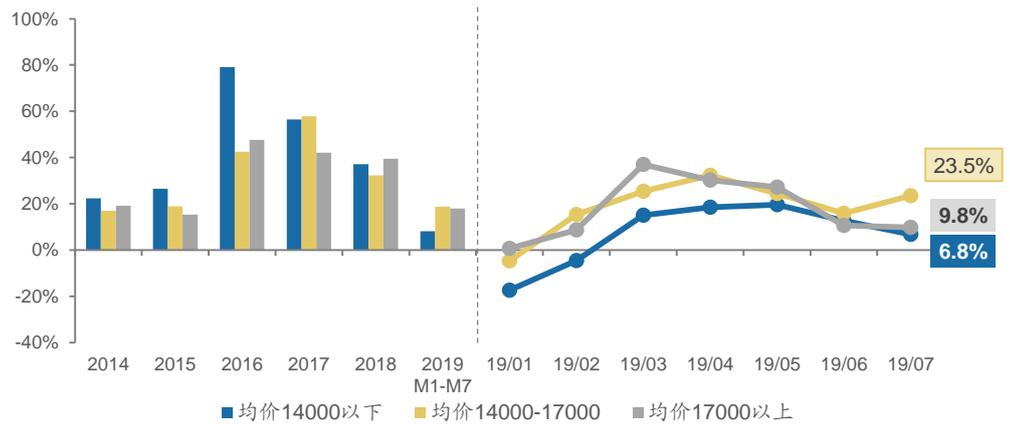
表1: 按规模分类房企销售金额增速及其构成

| 分类        | 金额增速   |       | 面积增速   |       | 价格增速   |       |
|-----------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
|           | 龙头房企   | 成长房企  | 龙头房企   | 成长房企  | 龙头房企   | 成长房企  |
| 2014      | 16.6%  | 22.1% | 15.6%  | 25.1% | 0.9%   | -2.4% |
| 2015      | 22.6%  | 18.1% | 18.8%  | 15.8% | 3.2%   | 1.9%  |
| 2016      | 62.8%  | 49.0% | 50.4%  | 26.3% | 8.3%   | 18.0% |
| 2017      | 56.2%  | 50.3% | 38.8%  | 34.9% | 12.5%  | 11.4% |
| 2018      | 24.8%  | 48.7% | 22.6%  | 50.2% | 1.7%   | -1.0% |
| 2019M1-M7 | 9.2%   | 19.7% | 7.6%   | 21.6% | 1.5%   | -1.5% |
| 19/01     | -15.8% | 0.4%  | -21.2% | -3.6% | 6.9%   | 4.1%  |
| 19/02     | 1.7%   | 9.7%  | -2.9%  | 18.8% | 4.7%   | -7.7% |
| 19/03     | 17.5%  | 30.5% | 13.4%  | 23.3% | 3.6%   | 5.8%  |
| 19/04     | 20.9%  | 31.6% | 22.9%  | 40.3% | -1.6%  | -6.2% |
| 19/05     | 20.6%  | 25.7% | 18.7%  | 32.1% | 1.6%   | -4.8% |
| 19/06     | 8.0%   | 18.6% | 3.7%   | 19.2% | 4.2%   | -0.5% |
| 19/07     | 11.4%  | 15.7% | 25.2%  | 18.3% | -11.0% | -2.2% |

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

分价格区间来看, 7月单月均价在14000元/平以下房企销售金额同比增长6.8%, 均价为14000至17000元/平区间的房企增速为23.5%, 而均价超过17000元/平的房企7月单月增速为9.8%, 除中等均价房企外, 整体增速较6月均有回落。自6月起, 中等均价房企单月增速超过高均价房企, 且7月增速差有所扩大, 中等价格段企业更多的是在全国范围内均衡布局, 并且以刚需刚改产品为主的企业, 这部分增速的提升更多体现的是与广泛需求相匹配的企业推货意愿的提升。累计数据方面, 19年中等均价房企累计增速最高为18.7%, 其次为高均价房企17.9%, 这与一二线城市市场普遍回暖相关, 融资边际收紧情况下房企在基本面相对较好的一二线城市加大推盘供应一定程度上助推销售增速上行。

图9: 销售均价分段房企销售金额增速表现



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

备注: 根据主要房企 18 年年度公告销售金额与面积计算, 均价单位为元/平

表2: 按价格段划分房企销售金额增长的贡献拆分

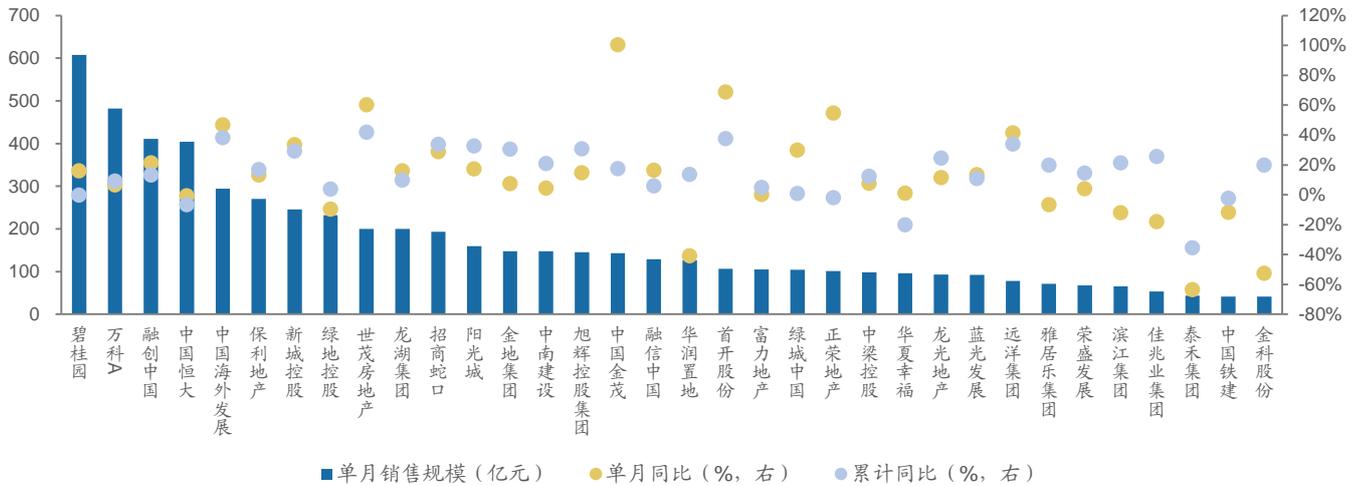
| 分类        | 金额增速   |             |        | 面积增速   |             |        | 价格增速   |             |        |
|-----------|--------|-------------|--------|--------|-------------|--------|--------|-------------|--------|
|           | <14000 | 14000-17000 | >17000 | <14000 | 14000-17000 | >17000 | <14000 | 14000-17000 | >17000 |
| 2014      | 22.4%  | 17.0%       | 19.2%  | 22.7%  | 15.0%       | 22.6%  | -0.3%  | 1.8%        | -2.8%  |
| 2015      | 26.5%  | 18.9%       | 15.3%  | 22.8%  | 16.0%       | 8.7%   | 3.0%   | 2.5%        | 6.1%   |
| 2016      | 79.1%  | 42.5%       | 47.6%  | 56.1%  | 26.1%       | 23.6%  | 14.8%  | 13.0%       | 19.4%  |
| 2017      | 56.5%  | 57.9%       | 42.1%  | 34.2%  | 47.1%       | 27.5%  | 16.6%  | 7.3%        | 11.5%  |
| 2018      | 37.1%  | 32.2%       | 39.4%  | 38.7%  | 30.7%       | 26.6%  | -1.2%  | 1.2%        | 10.2%  |
| 2019M1-M7 | 8.1%   | 18.7%       | 17.9%  | 10.7%  | 14.8%       | 21.3%  | -2.4%  | 3.4%        | -2.7%  |
| 19/01     | -17.4% | -4.7%       | 0.7%   | -21.1% | -9.3%       | 0.6%   | 4.7%   | 5.0%        | 0.1%   |
| 19/02     | -4.6%  | 15.3%       | 8.7%   | 1.1%   | 6.3%        | 22.0%  | -5.5%  | 8.5%        | -10.9% |
| 19/03     | 15.1%  | 25.4%       | 37.1%  | 15.9%  | 19.6%       | 20.5%  | -0.7%  | 4.8%        | 13.8%  |
| 19/04     | 18.6%  | 32.3%       | 30.3%  | 26.5%  | 33.5%       | 37.1%  | -6.2%  | -1.0%       | -4.9%  |
| 19/05     | 19.7%  | 24.5%       | 27.2%  | 25.1%  | 22.1%       | 28.0%  | -4.3%  | 1.9%        | -0.6%  |
| 19/06     | 12.6%  | 15.9%       | 10.7%  | 10.1%  | 10.8%       | 12.5%  | 2.3%   | 4.6%        | -1.6%  |
| 19/07     | 6.8%   | 23.5%       | 9.8%   | 18.7%  | 23.1%       | 30.3%  | -10.1% | 0.4%        | -15.7% |

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 房企概况: 成长型房企表现突出, 中国海外发展、中国金茂持续高增长

从单个企业来看, 碧桂园仍旧稳居房企销售规模第一位, 单月权益销售金额426亿元, 若按照70%权益比例计算, 7月碧桂园单月销售金额达到608亿。而从销售增速看, 7月我们重点跟踪的46家房企中40家实现单月销售正增长, 其中中国金茂同比增长100.6%, 在重点跟踪房企中涨幅居前, 且自5月起连续3个月单月增速超过60%, 首开股份及世茂房地产则以68.8%及60.3%的增速表现同样亮眼。总体而言, 7月销售增速较快的公司仍均为成长型房企, 销售增速相对较缓的房企则集中于销售排行榜头部及尾部。

图10: 部分上市房企7月单月销售金额(亿元)及增速

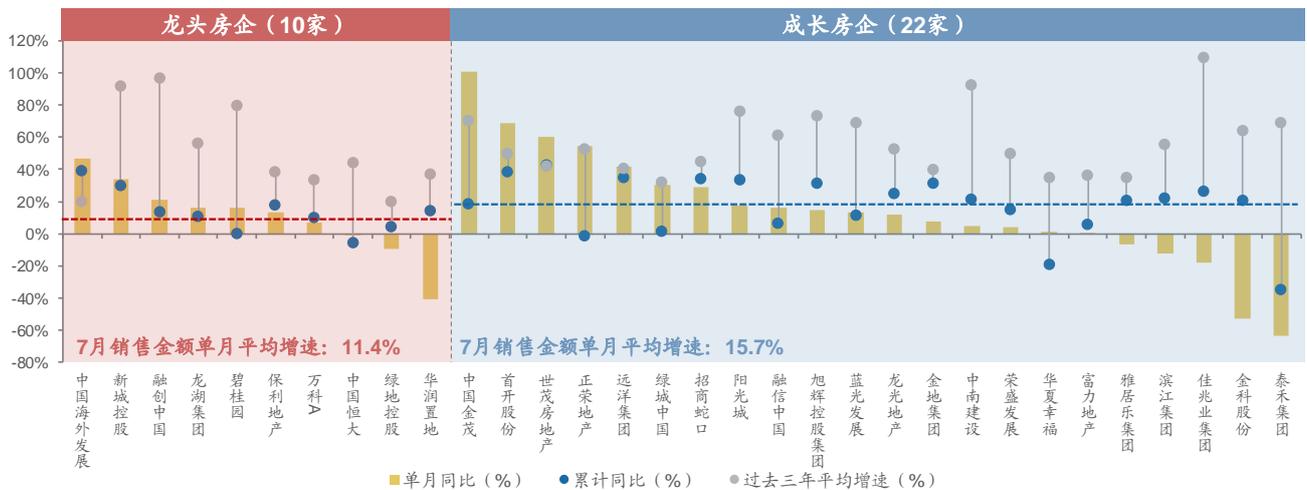


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

19年1-7月份, 龙头房企中累计规模增速最高的是中国海外发展、新城控股、保利地产和华润置地, 央企全面提速, 充分发挥存量资源优势在一二线城市的优势, 而碧桂园、中国恒大、融创中国等过去三年高增长的企业增速均有回落。成长型企业中, 累计增速较高的是世茂房地产、首开股份及远洋集团, 增长均在30%以上, 中国金茂虽然近3月表现优异, 但受年初一季度增速放缓拖累, 1-7月累计增速为17.6%, 与当前单月增速有一定差距。

值得注意的是, 受整体市场周期影响, 多数跟踪房企1-7月销售金额累计增速低于过去三年平均增速, 而中国海外发展及世茂房地产是为数不多的1-7月累计增速高于过去三年平均增速的房企。

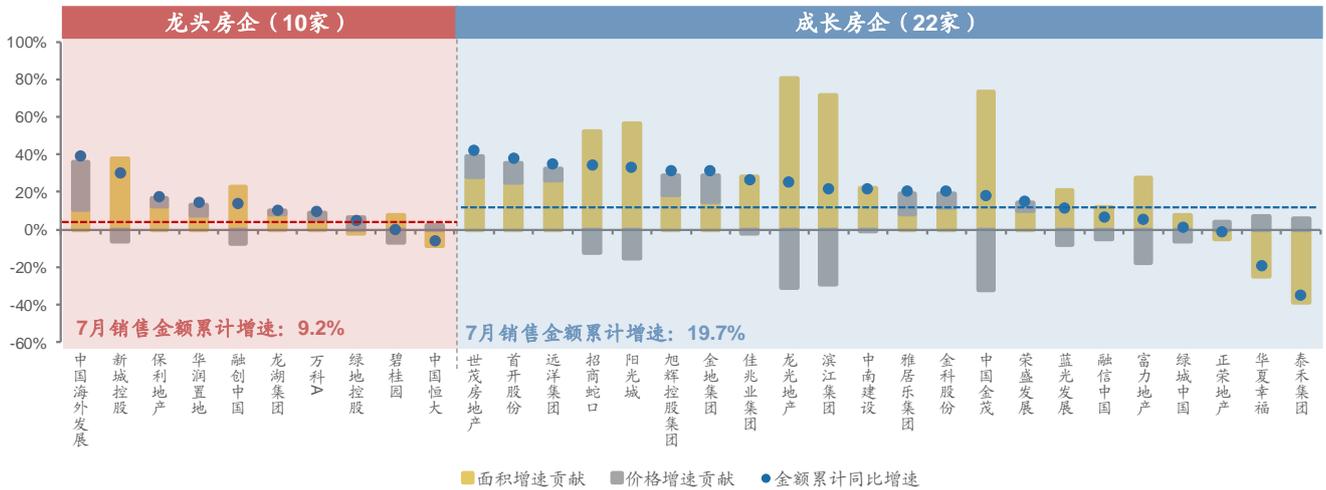
图11: 部分上市房企7月及历史增速对比



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

从销售金额增速的贡献及趋势来看，多数龙头房企销售规模增长由面积及均价共同推动，而其他房企中，增速相对较快的房企增长主要由销售面积的增长拉动，部分成长型房企如龙光集团、中国金茂、阳光城等在规模扩张中由于城市布局下沉等原因，在销售面积快速增长的同时销售均价也出现了较为明显的下降。

图12: 部分上市房企1-7月累计销售金额增速拆分 (%)



数据来源：公司公告，克而瑞，广发证券发展研究中心

表3: 部分重点跟踪房企7月销售情况

| 企业名称   | 7月销售 (亿元) | 单月同比 (%) | 1-7 累计 (亿元) | 累计同比 (%) | 19年目标 (亿元) | 19年完成率 (%) | 18年增速 (%) | 17年增速 (%) | 16年增速 (%) |
|--------|-----------|----------|-------------|----------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|
| 碧桂园    | 608       | 16.0%    | 4636        | -0.3%    | 7857       | 59.0%      | 38.1%     | 78.4%     | 120.3%    |
| 万科 A   | 482       | 6.8%     | 3822        | 9.3%     | 6400       | 59.7%      | 14.5%     | 45.3%     | 39.5%     |
| 中国恒大   | 405       | -0.5%    | 3223        | -6.5%    | 6000       | 53.7%      | 10.0%     | 34.2%     | 85.5%     |
| 融创中国   | 411       | 21.3%    | 2553        | 13.2%    | 5500       | 46.4%      | 27.3%     | 140.4%    | 120.8%    |
| 保利地产   | 270       | 13.2%    | 2797        | 16.9%    | 4600       | 60.8%      | 30.9%     | 47.2%     | 36.3%     |
| 绿地控股   | 232       | -9.6%    | 1937        | 4.0%     | 4500       | 43.0%      | 26.4%     | 20.2%     | 10.8%     |
| 中国海外发展 | 294       | 46.8%    | 1980        | 38.4%    | 2962       | 66.9%      | 31.9%     | 2.5%      | 24.6%     |
| 新城控股   | 245       | 33.7%    | 1470        | 29.3%    | 2700       | 54.4%      | 74.8%     | 94.4%     | 103.8%    |
| 龙湖集团   | 200       | 16.0%    | 1256        | 9.9%     | 2200       | 57.1%      | 28.5%     | 77.1%     | 61.6%     |
| 世茂房地产  | 200       | 60.3%    | 1204        | 41.9%    | 2000       | 60.2%      | 74.8%     | 47.9%     | 1.6%      |
| 招商蛇口   | 193       | 28.9%    | 1205        | 33.8%    | 2000       | 60.3%      | 51.3%     | 52.5%     | 28.4%     |
| 华夏幸福   | 96        | 1.1%     | 736         | -20.0%   | 1800       | 40.9%      | 9.2%      | 28.2%     | 65.5%     |
| 阳光城    | 160       | 17.4%    | 1060        | 32.7%    | 1800       | 58.9%      | 77.9%     | 87.9%     | 60.8%     |
| 旭辉控股集团 | 146       | 14.8%    | 1030        | 30.9%    | 1900       | 54.2%      | 46.2%     | 96.2%     | 75.5%     |
| 金地集团   | 148       | 7.6%     | 1004        | 30.7%    | 2000       | 50.2%      | 15.3%     | 39.9%     | 63.1%     |
| 绿城中国   | 104       | 30.0%    | 858         | 0.8%     | 1800       | 47.7%      | 6.9%      | 28.4%     | 58.4%     |
| 中南建设   | 147       | 4.6%     | 959         | 20.9%    | 2000       | 48.0%      | 52.2%     | 158.2%    | 65.8%     |
| 金科股份   | 42        | -52.6%   | 831         | 19.8%    | 1500       | 55.4%      | 84.9%     | 53.4%     | 51.7%     |

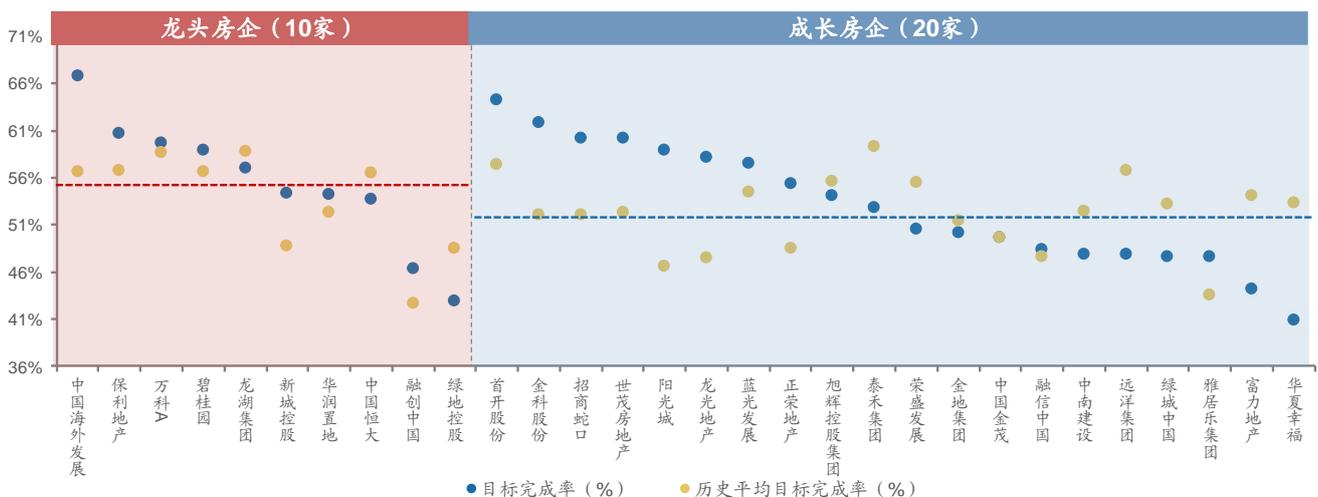
|        |     |        |     |       |      |       |        |        |        |
|--------|-----|--------|-----|-------|------|-------|--------|--------|--------|
| 中国金茂   | 143 | 100.6% | 928 | 17.6% | 1500 | 61.8% | 120.7% | 54.8%  | 34.7%  |
| 融信中国   | 129 | 16.4%  | 696 | 6.0%  | 1400 | 49.7% | 73.3%  | 52.7%  | 55.9%  |
| 远洋集团   | 78  | 41.5%  | 679 | 34.1% | 1400 | 48.5% | 55.2%  | 40.1%  | 24.3%  |
| 蓝光发展   | 92  | 13.4%  | 575 | 10.9% | 1200 | 47.9% | 47.0%  | 93.2%  | 65.0%  |
| 雅居乐集团  | 71  | -6.7%  | 650 | 20.0% | 1130 | 57.5% | 14.4%  | 69.8%  | 19.4%  |
| 荣盛发展   | 68  | 4.1%   | 534 | 14.5% | 1120 | 47.6% | 49.6%  | 32.6%  | 65.8%  |
| 首开股份   | 107 | 68.8%  | 511 | 37.7% | 1010 | 50.6% | 45.6%  | 9.6%   | 92.7%  |
| 龙光地产   | 93  | 11.6%  | 546 | 24.7% | 850  | 64.2% | 65.4%  | 51.2%  | 40.0%  |
| 滨江集团   | 66  | -12.0% | 582 | 21.3% | 1000 | 58.2% | 38.2%  | 86.4%  | 40.5%  |
| 中国奥园   | 67  | 10.5%  | 603 | 30.1% | 1140 | 52.9% | 100.2% | 78.1%  | 68.6%  |
| 首创置业   | 40  | 176.0% | 446 | 18.7% | 800  | 55.7% | 26.5%  | 22.7%  | 40.0%  |
| 合景泰富集团 | 67  | 28.2%  | 428 | 13.5% | 850  | 50.3% | 128.3% | 28.6%  | 10.6%  |
| 华发股份   | 50  | 24.8%  | 487 | 72.2% | 850  | 57.2% | 78.8%  | -13.1% | 168.4% |

数据来源：公司公告，克而瑞，广发证券发展研究中心

从销售计划完成情况来看，2019年7月，在已公布销售计划的34家房企中，10家公司销售计划完成率超过58%（对应7月线性外推完成比例），其中完成率最高为中国海外发展，完成率达到66.9%，其次为龙光地产及中国金茂，销售完成率分别为64.2%及61.8%。

我们以过去三年同期平均目标完成率作为公司平均目标完成率，并以此及公司1-7月的累计销售金额对公司预计年度销售金额进行调整。截至7月，超过半数公司在19年的销售目标完成度高于往年，其中中国海外发展、阳光城、龙光地产等公司表现出超越历史水平比例最高，华夏幸福等房企1-7月完成度则与往年存在较大差距。

图13: 部分上市房企目标完成率及历史同期目标完成情况 (%)



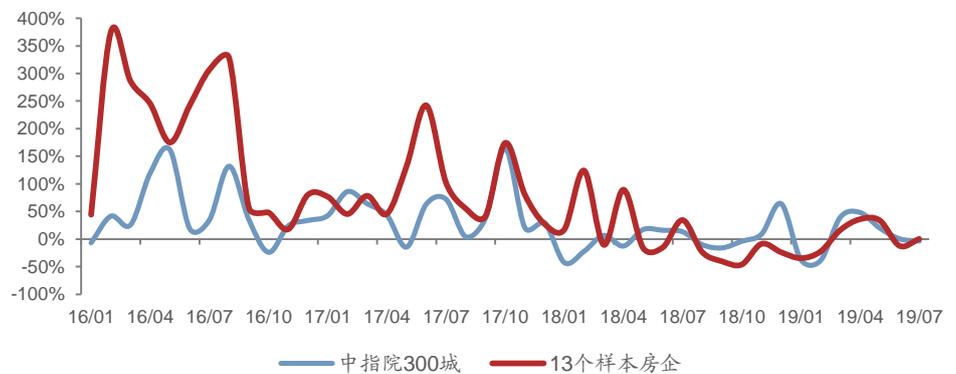
数据来源：公司公告，克而瑞，统计局，广发证券发展研究中心

## 房企拿地：一二线房企7月拿地力度创年内新高

7月房企整体拿地规模有所下降，我们根据公告统计的全样本房企（SW房地产板块A股及公布月度拿地数据的H股，下同）拿地金额环比下降32%，同比增速继续收窄27pct。中指院300城商住用地出让金单月同比由正转负下滑4%，上市房企整体与行业整体增速表现基本一致，企业拿地维持质量要求，降低投资力度。此外，13个主流样本房企拿地金额1380亿元，环比下降2%，同比基本持平。

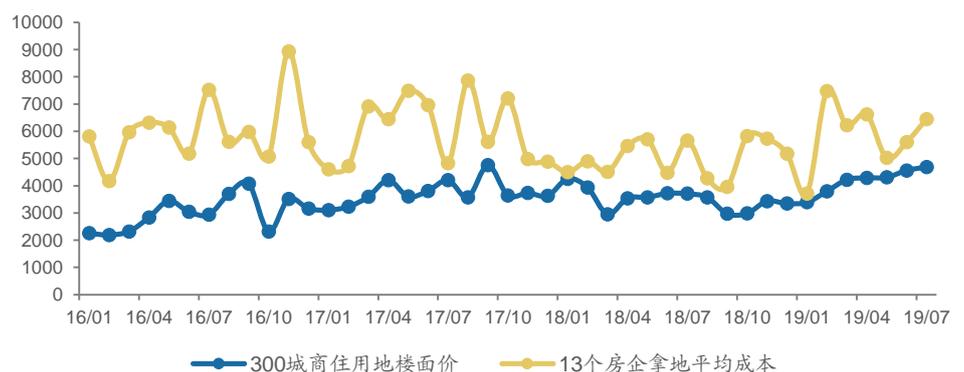
从土地成本来看，中指院300城商住用地7月均价为4688元/平米，环比上涨2.8%，同比上涨26%，13个样本房企6月拿地均价6445元/平米，环比上涨15%，同比上涨14%，增速收窄11pct，随着7月土地市场降温，市场溢价率有所回落。

图14：中指院300城商住用地及13个房企拿地金额增速



数据来源：中指院，Wind，公司拿地公告，广发证券发展研究中心

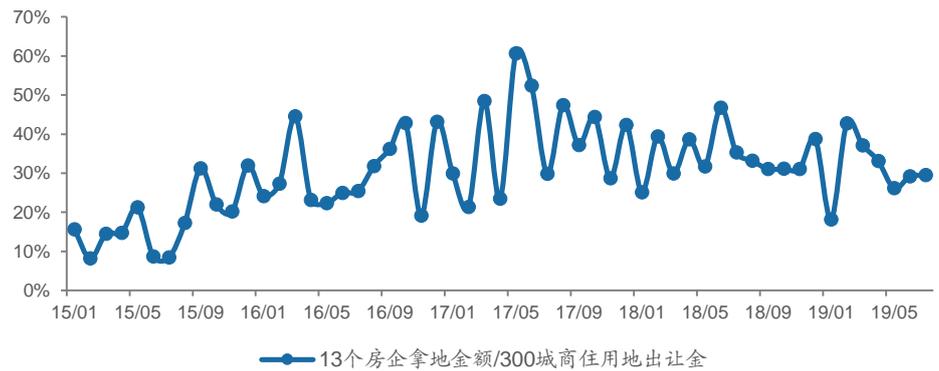
图15：中指院300城商住用地及13个房企拿地楼面价（元/平）



数据来源：中指院，Wind，公司拿地公告，广发证券发展研究中心

从拿地房企的市场占有率来看，7月，13个主流房企拿地金额占300城市商住用地出让金的比例为30%，较五六月份略有回升，但整体仍低于18年全年水平（35%）。同时，13个主流房企占全样本房企的比重从6月的60%提升至86%，主流房企7月拿地相对来说更加积极。

图16: 13个房企拿地金额占300城商住用地出让金的比例



数据来源: 中指院, Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

表4: 不同口径房企拿地金额及面积对比

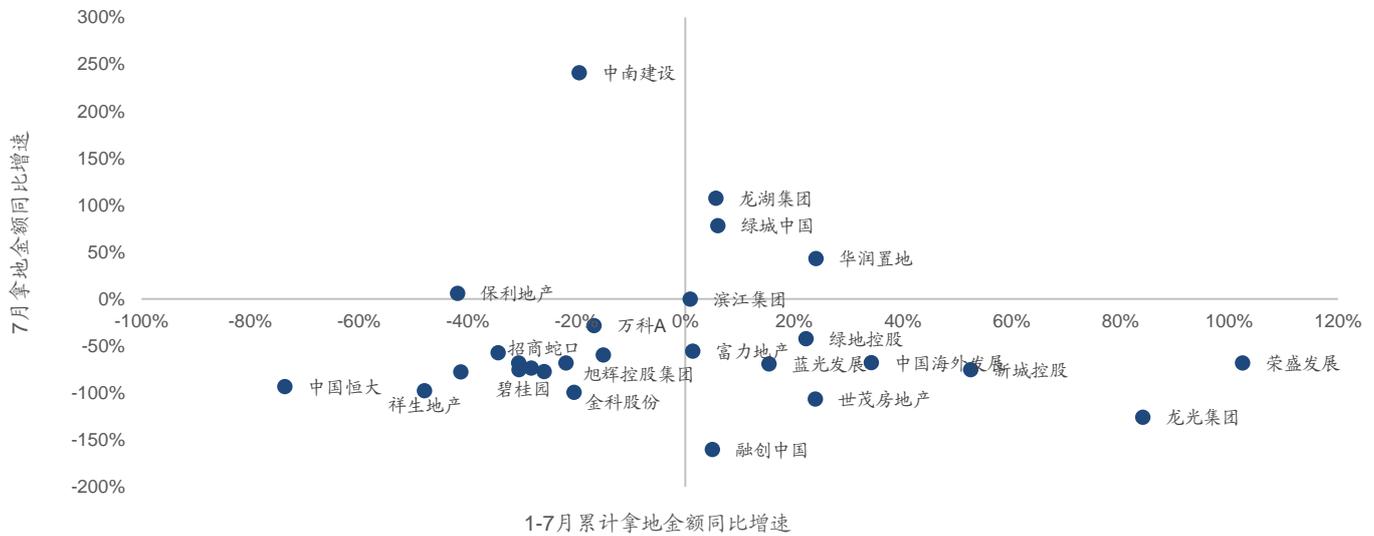
| 区间                   | 拿地金额 (亿元) |       |       |         |      | 拿地建面 (万方) |        |        |         |      |
|----------------------|-----------|-------|-------|---------|------|-----------|--------|--------|---------|------|
|                      | 16        | 17    | 18    | 19M1-M7 | 19M7 | 16        | 17     | 18     | 19M1-M7 | 19M7 |
| 300城商住用地             | 27270     | 38581 | 39381 | 26207   | 4676 | 89412     | 102828 | 113460 | 62099   | 9974 |
| 公告样本房企               | 10851     | 17768 | 16028 | 11521   | 1597 | 17684     | 27821  | 30364  | 18111   | 2445 |
| 13个主流房企              | 8453      | 15060 | 13598 | 6879    | 1277 | 14513     | 25480  | 27534  | 13471   | 1928 |
| 其中: 一二线              | 5865      | 11248 | 10170 | 4392    | 1063 | 8890      | 14588  | 15349  | 5569    | 1277 |
| 其中: 三四线              | 2589      | 3811  | 3428  | 2487    | 214  | 5623      | 10892  | 12185  | 6668    | 651  |
| 万科A                  | 1826      | 3420  | 2929  | 1397    | 404  | 3118      | 4752   | 5084   | 1966    | 402  |
| 保利地产                 | 1191      | 2710  | 1929  | 742     | 209  | 2058      | 4065   | 3107   | 1138    | 313  |
| 招商蛇口                 | 842       | 927   | 958   | 497     | 54   | 672       | 1024   | 1413   | 537     | 153  |
| 新城控股                 | 569       | 919   | 762   | 644     | 14   | 1241      | 2920   | 2451   | 1903    | 190  |
| 中南建设                 | 327       | 657   | 695   | 326     | 57   | 327       | 1505   | 1610   | 532     | 108  |
| 金地集团                 | 399       | 941   | 908   | 418     | 21   | 553       | 1160   | 979    | 587     | 36   |
| 荣盛发展                 | 260       | 276   | 176   | 239     | 4    | 955       | 1317   | 784    | 674     | 14   |
| 首开股份                 | 526       | 867   | 544   | 164     | 0    | 330       | 398    | 287    | 148     | 0    |
| 阳光城                  | 384       | 985   | 564   | 394     | 71   | 1051      | 2056   | 1363   | 679     | 153  |
| 蓝光发展                 | 118       | 377   | 307   | 197     | 12   | 310       | 768    | 1126   | 515     | 25   |
| 绿地控股                 | 931       | 596   | 924   | 686     | 56   | 1740      | 2326   | 4852   | 2365    | 163  |
| 中国海外发展               | 454       | 1340  | 1389  | 1174    | 374  | 1107      | 1992   | 2266   | 1193    | 373  |
| 华润置地                 | 626       | 1045  | 1514  | 924     | 103  | 1052      | 1197   | 2213   | 1234    | 212  |
| 13个主流房企<br>/300城商住用地 | 31%       | 39%   | 35%   | 26%     | 27%  | 16%       | 25%    | 24%    | 22%     | 19%  |

数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

从具体房企表现来看, 7月主流房企拿地出现分化, 万科A、保利地产、中国海外发展连续两月扩大拿地规模, 而多数房企如金地集团、荣盛发展、新城控股拿地规模环比出现大幅下滑。1-7月累计来看, 阳光城、荣盛发展拿地及销售均维持了较高的增速, 而招商蛇口、金地集团以及旭辉控股集团集团在维持较高销售增速的同时,

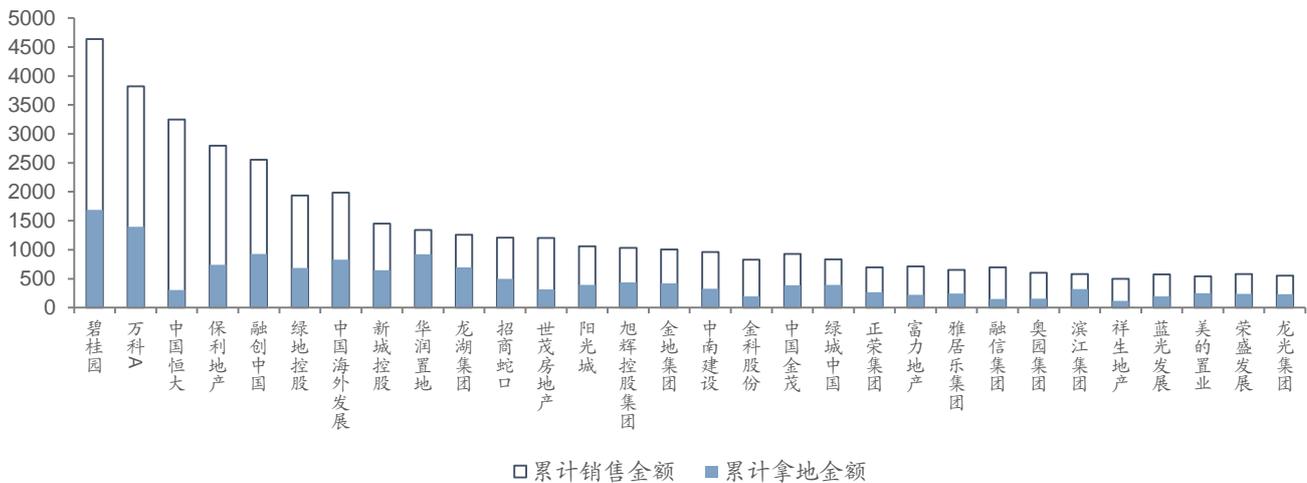
拿地金额低于去年同期，拿地相对谨慎。

图17: TOP30房企1-7月拿地金额及7月单月拿地金额同比增速



数据来源: 克而瑞, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

图18: TOP30房企19年1-7月累计拿地规模及销售规模(亿元)



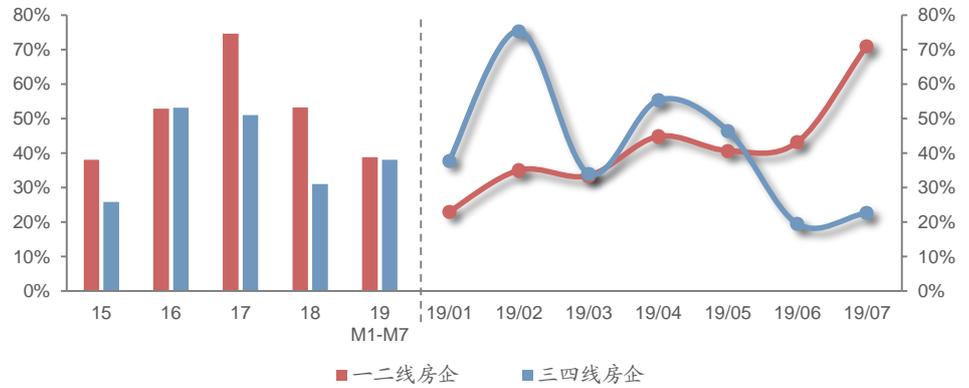
数据来源: 克而瑞, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

拿地规模与销售规模的比值可以反映当前房企的拿地力度, 从13个样本房企来看, 7月13个房企拿地力度(拿地金额/销售金额)为53%, 为19年以来新高。一二线房企7月拿地力度为71%, 较6月上升28pct, 其中万科A、保利地产、中国海外发展单月拿地力度上升至84%、77%、127%, 而三四线房企平均拿地力度则维持较低水平, (拿地金额/销售金额)仅为23%。

7月拿地力度上升主要为一二线房企拉动, 这与土地市场热度基本一致, 根据中指院300城宅地数据, 一线、二线城市7月土地出让金分别同比上涨50%、58%, 而三四线城市单月出让金同比下滑11%。虽然各线溢价率均有所下滑, 但三四线土

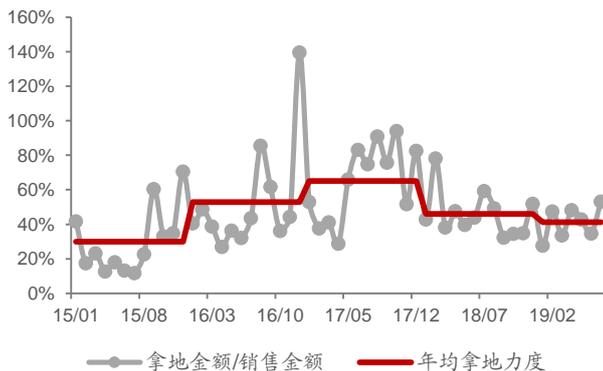
地市场降温较为显著，单月成交仅为供给的72%（一二线为96%）。在19年二季度以来土地出让质量较好的背景下，以万科A等为代表的一二线房企在土地市场溢价率回落的窗口期，加速获取优质土地资源。

图19: 分线房企拿地力度 (拿地金额/销售金额)



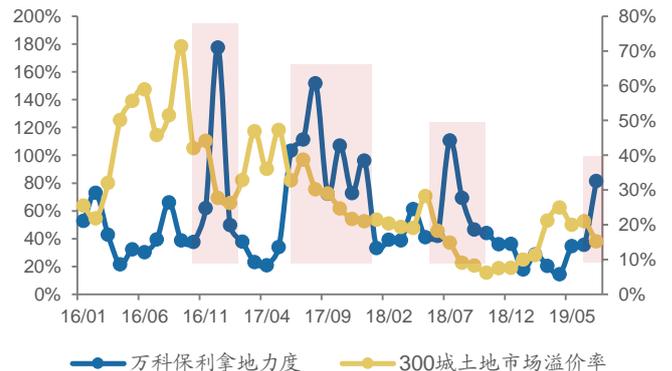
数据来源: Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

图20: 13个房企拿地力度 (拿地金额/销售金额)



数据来源: Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

图21: 溢价率回落窗口期加快获取优质土地资源



数据来源: Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

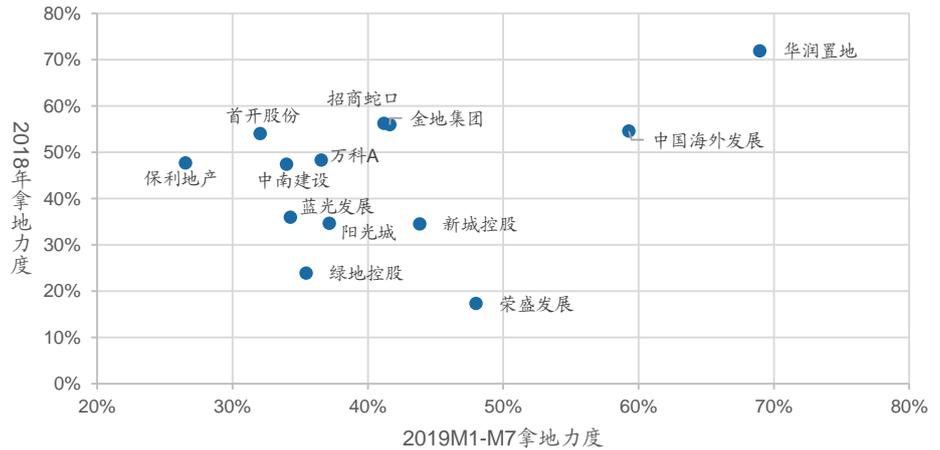
表5: 13个房企历年拿地力度对比 (拿地金额/销售金额)

|      | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019M1-M7 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----------|
| 万科 A | 76%  | 40%  | 38%  | 61%  | 20%  | 38%  | 50%  | 65%  | 48%  | 37%       |
| 保利地产 | 84%  | 33%  | 44%  | 44%  | 31%  | 43%  | 57%  | 88%  | 48%  | 27%       |
| 招商蛇口 | 54%  | 37%  | 48%  | 57%  | 67%  | 44%  | 114% | 82%  | 56%  | 41%       |
| 新城控股 | 47%  | 9%   | 24%  | 34%  | 38%  | 39%  | 87%  | 73%  | 34%  | 44%       |
| 中南建设 | 95%  | 8%   | 10%  | 47%  | 26%  | 12%  | 88%  | 68%  | 47%  | 34%       |
| 金地集团 | 43%  | 7%   | 20%  | 66%  | 32%  | 48%  | 40%  | 67%  | 56%  | 42%       |
| 荣盛发展 | 82%  | 25%  | 38%  | 43%  | 15%  | 44%  | 51%  | 41%  | 17%  | 48%       |
| 首开股份 | 58%  | 66%  | 18%  | 128% | 26%  | 146% | 83%  | 125% | 54%  | 32%       |
| 阳光城  | 30%  | 118% | 63%  | 62%  | 16%  | 66%  | 79%  | 108% | 35%  | 37%       |
| 蓝光发展 |      |      |      |      |      | 60%  | 39%  | 65%  | 36%  | 34%       |

|        |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |
|--------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 绿地控股   |     |     |     |     |     | 15% | 36% | 19% | 24% | 35% |
| 中国海外发展 | 42% | 36% | 41% | 49% | 39% | 25% | 24% | 69% | 55% | 59% |
| 华润置地   |     |     |     |     |     |     | 58% | 69% | 72% | 69% |
| 汇总     |     |     |     |     |     |     | 53% | 67% | 45% | 36% |

数据来源: Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

图22: 近两年13个房企拿地力度对比 (拿地金额/销售金额)



数据来源: 中指院, Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

权益比例反映的是公司拿地方式的变化(股权收购、项目合作等), 房企发展到现阶段, 区域重叠度越来越高, 合作拿地及收购有利于低成本获取土地资源, 也一定程度影响经营效率。1-7月13个主流房企权益比例从18年的66%提升至74%, 其中万科A、中南建设、阳光城提升较快。我们认为, 在周期窄幅波动的背景下, 房企存在加快周转效率的诉求, 在限价对土地投资回报率抑制的情况下, 高周转房企提升经营效率获得的增长更具持续性。

表6: 13个房企拿地金额权益比例

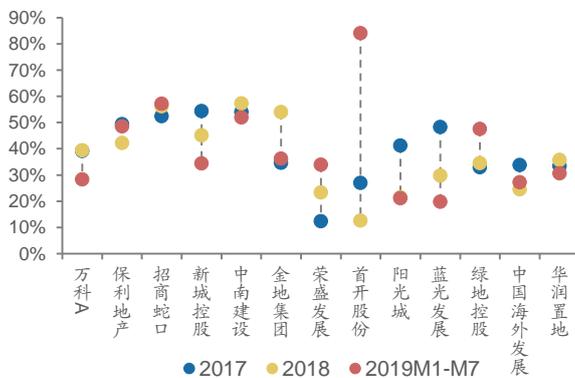
|         | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019M1-M7 |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----------|
| 13个主流房企 | 93%  | 92%  | 81%  | 80%  | 79%  | 79%  | 75%  | 64%  | 66%  | 74%       |
| 一二线房企   | 87%  | 88%  | 76%  | 76%  | 73%  | 70%  | 69%  | 58%  | 62%  | 65%       |
| 三四线房企   | 98%  | 96%  | 92%  | 86%  | 89%  | 92%  | 86%  | 72%  | 73%  | 81%       |
| 万科A     | 72%  | 65%  | 79%  | 80%  | 66%  | 79%  | 72%  | 66%  | 53%  | 73%       |
| 保利地产    | 89%  | 84%  | 73%  | 73%  | 76%  | 71%  | 70%  | 60%  | 65%  | 72%       |
| 招商蛇口    | 79%  | 100% | 79%  | 70%  | 70%  | 53%  | 61%  | 54%  | 60%  | 46%       |
| 新城控股    | 97%  | 98%  | 98%  | 84%  | 77%  | 98%  | 93%  | 72%  | 88%  | 90%       |
| 中南建设    | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 76%  | 68%  | 52%  | 76%       |
| 金地集团    | 96%  | 100% | 71%  | 68%  | 69%  | 55%  | 42%  | 51%  | 61%  |           |
| 荣盛发展    | 94%  | 100% | 98%  | 98%  | 84%  | 92%  | 91%  | 90%  | 85%  | 86%       |
| 首开股份    | 100% | 84%  | 55%  | 73%  | 62%  | 60%  | 62%  | 36%  | 45%  | 57%       |
| 阳光城     | 100% | 97%  | 78%  | 80%  | 95%  | 77%  | 79%  | 67%  | 55%  | 81%       |
| 蓝光发展    | 100% | 86%  | 84%  | 70%  | 86%  | 94%  | 91%  | 59%  | 70%  | 82%       |

|        |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |
|--------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 绿地控股   |     |     |     |     |     | 92% | 86% | 77% | 89% | 74% |
| 中国海外发展 | 87% | 94% | 98% | 95% | 97% | 99% | 99% | 78% | 79% | 79% |
| 华润置地   |     |     |     |     |     |     | 75% | 63% | 69% | 67% |

数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

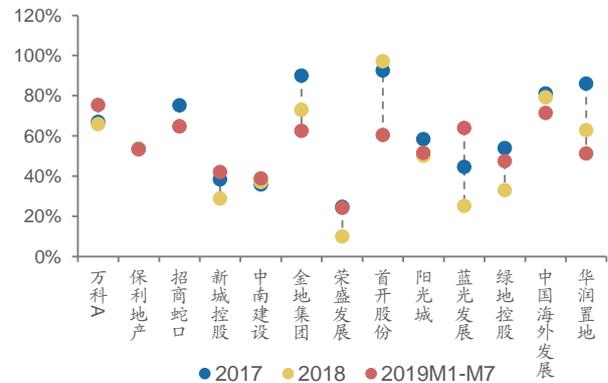
从布局来看, 我们统计的13个房企拿地规模中, 长三角占比继续提升至31%, 为15年以来占比新高, 珠三角、中西部区域占比则出现小幅下降。从房企的角度来看, 东部沿海核心区域(长三角+珠三角)19年拿地占比提升的有首开股份、荣盛发展、绿地控股, 阳光城加大了大本营福建的布局力度, 此外, 金地集团、蓝光发展、华润置地、招商蛇口均加大了西部地区的拿地规模, 占比分别较18年提升15pct、13pct、9pct、7pct。从一二线土地资源占比来看, 19年1-7月提升明显的有万科A和蓝光发展, 而金地集团、首开股份、华润置地拿地下沉三四线。

图23: 13个房企长三角及珠三角拿地建面占比



数据来源: Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

图24: 13个房企一二线拿地建面占比



数据来源: Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

图25: 13个房企拿地建面区域分布

|                   | 长三角 | 珠三角 | 环渤海 | 中部  | 西部  | 海西  | 沈长  | 海外 |
|-------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|
| 2015              | 27% | 16% | 20% | 12% | 15% | 6%  | 3%  | 0% |
| 2016              | 27% | 17% | 20% | 16% | 11% | 4%  | 5%  | 0% |
| 2017              | 29% | 12% | 16% | 14% | 22% | 3%  | 4%  | 0% |
| 2018              | 27% | 12% | 16% | 16% | 23% | 2%  | 4%  | 0% |
| 2019M1-M7         | 31% | 9%  | 16% | 13% | 22% | 3%  | 6%  | 0% |
| 2019M1-M7拿地建面区域分布 |     |     |     |     |     |     |     |    |
| 万科A               | 19% | 10% | 14% | 5%  | 33% | 3%  | 16% | 0% |
| 保利地产              | 22% | 27% | 11% | 10% | 17% | 4%  | 9%  | 0% |
| 招商蛇口              | 40% | 17% | 10% | 16% | 14% | 0%  | 0%  | 2% |
| 新城控股              | 34% | 1%  | 19% | 30% | 17% | 0%  | 0%  | 0% |
| 中南建设              | 47% | 5%  | 15% | 0%  | 25% | 2%  | 6%  | 0% |
| 金地集团              | 29% | 7%  | 15% | 20% | 17% | 0%  | 11% | 0% |
| 荣盛发展              | 21% | 13% | 43% | 23% | 0%  | 0%  | 0%  | 0% |
| 首开股份              | 81% | 3%  | 14% | 0%  | 0%  | 2%  | 0%  | 0% |
| 阳光城               | 16% | 5%  | 6%  | 15% | 40% | 15% | 3%  | 0% |
| 蓝光发展              | 18% | 2%  | 20% | 5%  | 50% | 5%  | 0%  | 0% |
| 绿地控股              | 38% | 10% | 14% | 16% | 22% | 0%  | 0%  | 0% |
| 中国海外发展            | 19% | 8%  | 16% | 15% | 17% | 4%  | 18% | 3% |
| 华润置地              | 18% | 12% | 15% | 10% | 27% | 0%  | 17% | 1% |

数据来源: 克而瑞, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

从新进入城市来看（仅考虑地级市，下同），保利7月新进入库尔勒及阜阳，阳光城新进入北海、泰安，而多数房企7月末新拓展城市。19年累计来看，荣盛发展新拓展12个城市占年初已进入城市数量的24%，为样本房企最高。根据新进入城市获取的所有地块拿地金额可以得到新城市投资力度占比，其中，荣盛发展、首开股份、招商蛇口19年分别为38%、24%、20%，分别较18年上升9pct、21pct、11pct。18年城市拓展力度较大的蓝光发展及中南建设在19年前7月份新城市拓展力度有所收紧。万科A拿地聚焦核心区域，在13个样本房企中新城市拓展力度最低。

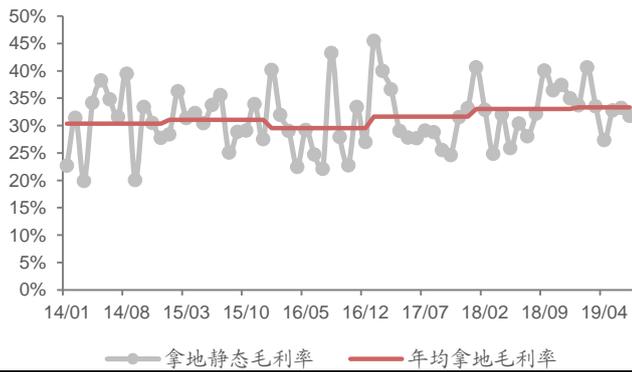
图26: 13个房企新进入城市数量以及新进入城市土地投资占比

|                      | 万科A | 保利地产 | 招商蛇口 | 新城控股 | 中南建设 | 金地集团 | 荣盛发展 | 首开股份 | 阳光城 | 蓝光发展 | 绿地控股 | 中国海外发展 | 华润置地 |
|----------------------|-----|------|------|------|------|------|------|------|-----|------|------|--------|------|
| 新进入城市数 (个)           |     |      |      |      |      |      |      |      |     |      |      |        |      |
| 2010                 | 13  | 11   | 1    |      | 1    | 4    | 3    | 2    |     | 4    |      | 3      | 10   |
| 2011                 | 5   | 6    | 3    |      | 4    | 1    | 1    | 3    | 3   | 2    |      | 9      | 7    |
| 2012                 | 3   | 4    | 3    |      | 5    | 1    | 1    |      | 4   |      |      | 5      | 1    |
| 2013                 | 6   | 6    | 6    | 2    | 1    | 4    | 1    | 2    | 4   | 3    |      | 3      | 8    |
| 2014                 | 0   | 8    | 5    | 3    | 2    | 1    | 2    | 1    | 1   | 2    |      | 2      | 4    |
| 2015                 | 0   | 5    | 2    | 1    | 2    | 2    | 1    |      | 3   | 2    | 2    | 1      | 2    |
| 2016                 | 0   | 8    |      | 11   | 3    | 2    | 11   | 5    | 6   | 3    | 3    | 1      | 3    |
| 2017                 | 10  | 24   | 10   | 38   | 19   | 7    | 11   | 2    | 23  | 12   | 11   | 7      | 4    |
| 2018                 | 11  | 10   | 6    | 27   | 30   | 11   | 7    | 2    | 25  | 22   | 28   | 5      | 10   |
| 2019M1-M7            | 4   | 6    | 4    | 13   | 4    | 4    | 12   | 2    | 7   | 10   | 13   | 4      | 6    |
| 2018累计进入             | 76  | 103  | 47   | 87   | 74   | 48   | 49   | 25   | 72  | 53   | 119  | 60     | 70   |
| 19年占比                | 5%  | 6%   | 9%   | 15%  | 5%   | 8%   | 24%  | 8%   | 10% | 19%  | 11%  | 7%     | 9%   |
| 新进入城市土地投资力度占比 (拿地金额) |     |      |      |      |      |      |      |      |     |      |      |        |      |
| 2010                 | 14% | 24%  | 13%  | 0%   | 7%   | 20%  | 40%  | 27%  | 0%  |      |      | 24%    |      |
| 2011                 | 10% | 28%  | 89%  | 0%   | 100% | 23%  | 22%  | 46%  | 20% |      |      | 34%    |      |
| 2012                 | 4%  | 8%   | 20%  | 0%   | 94%  | 3%   | 5%   | 0%   | 41% |      |      | 10%    |      |
| 2013                 | 10% | 9%   | 34%  | 25%  | 25%  | 11%  | 8%   | 10%  | 20% |      |      | 16%    |      |
| 2014                 | 0%  | 9%   | 10%  | 38%  | 50%  | 3%   | 41%  | 11%  | 31% |      |      | 9%     |      |
| 2015                 | 0%  | 6%   | 6%   | 3%   | 66%  | 4%   | 26%  | 0%   | 17% | 24%  | 8%   | 2%     |      |
| 2016                 | 0%  | 4%   | 0%   | 26%  | 14%  | 3%   | 40%  | 55%  | 57% | 33%  | 4%   | 0%     | 11%  |
| 2017                 | 3%  | 14%  | 18%  | 44%  | 50%  | 11%  | 19%  | 4%   | 45% | 64%  | 17%  | 9%     | 5%   |
| 2018                 | 5%  | 5%   | 9%   | 28%  | 42%  | 14%  | 29%  | 3%   | 30% | 69%  | 42%  | 5%     | 8%   |
| 2019M1-M7            | 1%  | 5%   | 20%  | 15%  | 8%   | 18%  | 38%  | 24%  | 18% | 15%  | 13%  | 6%     | 9%   |

数据来源：公司拿地公告，广发证券发展研究中心

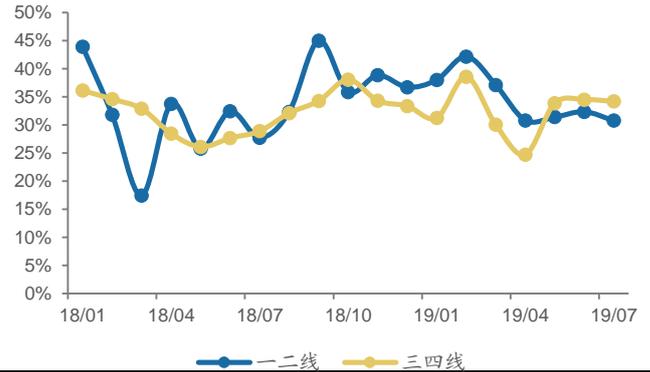
最后我们来看房企拿地的静态毛利率，计算方法结合土地及建安成本以及拿地静态周边销售均价。从结果来看，11家样本7月房企拿地平均毛利率为33%，环比小幅下降1pct，基本维持稳定。其中一二线、三四线房企拿地平均毛利率分别为31%、34%。房企角度来看，7月蓝光发展、绿地控股拿地平均静态毛利率依旧维持较高水平，招商蛇口、新城控股拿地静态毛利率较6月有所改善，荣盛发展、金地集团出现小幅回落。结合新拓展城市来看，保利地产、首开股份、新城控股在19年新进入城市拿地静态毛利率高于已经布局的城市。

图27: 样本房企拿地静态毛利率



数据来源: 公司拿地公告, 房天下, 广发证券发展研究中心

图28: 一二线及三四线房企拿地静态毛利率



数据来源: 公司拿地公告, 房天下, 广发证券发展研究中心

图29: 13个房企新进入城市及已布局城市拿地毛利率情况

|                |      | 万科A | 保利地产 | 招商蛇口 | 新城控股 | 中南建设 | 金地集团 | 荣盛发展 | 首开股份 | 阳光城 | 蓝光发展 | 绿地控股 |
|----------------|------|-----|------|------|------|------|------|------|------|-----|------|------|
| 新进入城市<br>拿地毛利率 | 2014 |     | 42%  | 42%  |      |      | 17%  |      | 21%  |     |      |      |
|                | 2015 |     | 26%  | 23%  |      |      | 31%  |      |      |     |      | 55%  |
|                | 2016 |     | 17%  |      |      |      | 20%  | 32%  |      | 28% | 46%  | 39%  |
|                | 2017 | 28% | 27%  | 30%  | 32%  | 35%  | 37%  | 36%  | 8%   | 37% | 22%  | 40%  |
|                | 2018 | 30% | 36%  | 53%  | 30%  | 30%  | 26%  | 22%  | 29%  | 25% | 32%  | 26%  |
|                | 2019 | 46% | 38%  | 35%  | 34%  | 19%  | 28%  | 25%  | 39%  | 26% | 33%  | 29%  |
| 已布局城市<br>拿地毛利率 | 2014 | 24% | 38%  | 17%  |      |      | 25%  |      | 43%  | 25% |      |      |
|                | 2015 | 29% | 33%  | 29%  |      |      | 31%  | 34%  | 28%  | 16% |      | 36%  |
|                | 2016 | 29% | 24%  | 46%  |      |      | 30%  | 17%  | 17%  | 49% | 37%  | 30%  |
|                | 2017 | 27% | 31%  | 25%  | 31%  | 30%  | 32%  | 37%  | 18%  | 48% | 33%  | 37%  |
|                | 2018 | 36% | 31%  | 30%  | 30%  | 30%  | 32%  | 37%  | 33%  | 36% | 28%  | 38%  |
|                | 2019 | 34% | 35%  | 32%  | 28%  | 25%  | 31%  | 42%  | 28%  | 31% | 33%  | 38%  |

数据来源: 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

表7: 土地储备货值分布及截至19年7月货值测算

| 公司   | 截至18年<br>货值 | 1-7月拿<br>地货值 | 1-7月销<br>售 | 截至7月<br>末货值 | 全年预计<br>销售计划 | 期末货值/<br>销售计划 | 测算货值分布 |      | 开发业务净权<br>益增加值 | 每股<br>NAV |
|------|-------------|--------------|------------|-------------|--------------|---------------|--------|------|----------------|-----------|
|      |             |              |            |             |              |               | 一二线    | 长珠三角 |                |           |
| 万科A  | 35317       | 3359         | 3822       | 34854       | 6400         | 5.4           | 79%    | 50%  | 2756           | 38        |
| 保利地产 | 21717       | 1870         | 2797       | 20790       | 4600         | 4.5           | 68%    | 51%  | 1420           | 22        |
| 招商蛇口 | 14326       | 1078         | 1205       | 14199       | 2000         | 7.1           | 91%    | 82%  | 1198           | 24        |
| 新城控股 | 8753        | 1923         | 1470       | 9206        | 2700         | 3.4           | 52%    | 62%  | 510            | 33        |
| 中南建设 | 5737        | 705          | 959        | 5482        | 2000         | 2.7           | 46%    | 66%  | 334            | 14        |
| 金地集团 | 9773        | 944          | 1004       | 9714        | 2000         | 4.9           | 89%    | 54%  | 515            | 20        |
| 荣盛发展 | 4549        | 740          | 534        | 4755        | 1120         | 4.2           | 31%    | 26%  | 450            | 18        |
| 首开股份 | 5607        | 278          | 511        | 5374        | 1010         | 5.3           | 92%    | 20%  | 201            | 17        |
| 阳光城  | 5878        | 926          | 1060       | 5744        | 1800         | 3.2           | 76%    | 45%  | 433            | 15        |
| 蓝光发展 | 3004        | 588          | 575        | 3017        | 1200         | 2.5           | 55%    | 36%  | 165            | 10        |
| 绿地控股 | 17542       | 2100         | 1937       | 17705       | 4500         | 3.9           |        |      | 987            | 14        |

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 房企融资：政策环境收紧，上市企业现阶段受影响有限

### 融资综述：央行强调加强房地产资金监管，LPR 改革利率环境改善

5月17日银保监会“23号文”以来，对于房地产资金面的监管政策持续落地，尤其关于房地产信托的监管持续升级。首先是7月6日银保监会表示对信托公司的警示指导作为一项常态化工作，7月21日据报道，信托融资的项目公司活直接股东须具有不低于房地产二级开发资质。8月7日银保监会下发“64号文”，要求“坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”，其目的是督促信托业务依法合规，控制发展增速。我们认为信托在地产融资中占比规模不大，且主要针对合规整顿并非完全停止信托融资，对于龙头房企而言影响相对有限。

总的来说，央行在7月末两次会议中明确了“持续加强房地产市场资金管控”的目标，近期房企融资收紧态势明显，政策本质上加剧了房企的供给侧改革，未来资源将进一步向头部企业集中，一方面，龙头房企具备多元化融资优势，另一方面，高周转效率的房企有能力通过销售回款补充运营资金。

值得注意的是，央行15号公告启动完善贷款利率报价（LPR）形成机制改革，促进贷款利率“两轨合一轨”，LPR增加5年期以上的期限品种，为住房按揭贷款利率定价提供参考。我们认为LPR作为推动实际利率降低的重要举措，所带来的信贷环境的改善将惠及各个行业，对于地产行业而言前期政策导致的融资收紧的压力将有所缓解。

表8：近期资金监管政策、传闻及表态

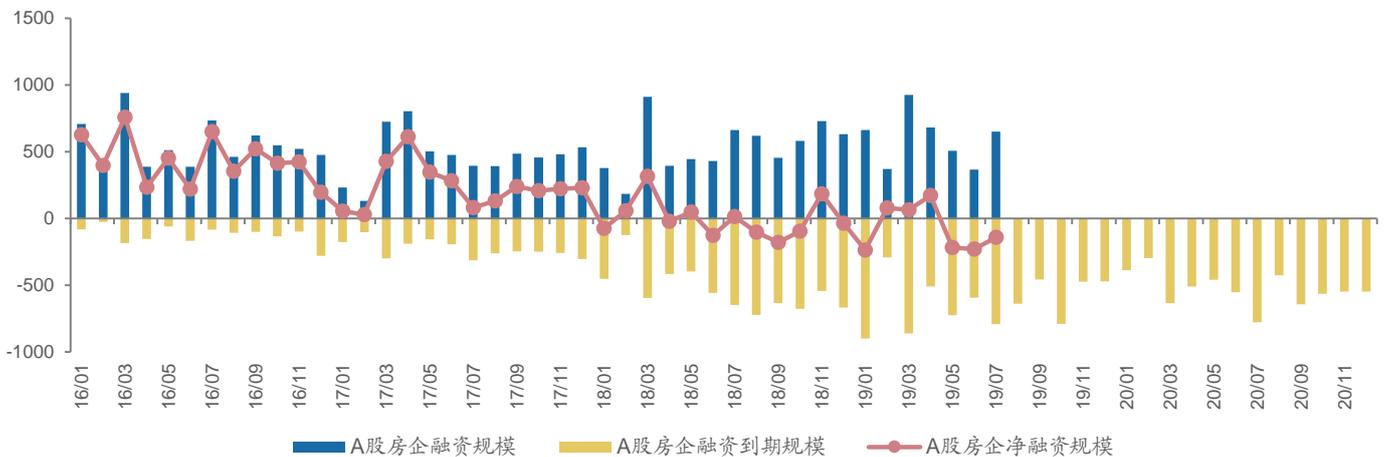
| 时间        | 部门   | 文件                 | 政策内容  |
|-----------|------|--------------------|---|
| 2019/7/6  | 银保监会 | 证券时报               | 针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，近日银保监会开展了约谈警示。重点提出了以下几点要求：（1）要求这些信托公司严格落实“房住不炒”的总要求；（2）要求提高风险管控水平；（3）要求提高合规意识；（4）要求控制业务增速，将房地产信托业务增量和增速控制在合理水平；（5）要求提升受托管理能力。今后，银保监会将会对信托公司的警示指导作为一项常态化工作 |
| 2019/7/10 | 银保监会 | -                  | 据中证网报道，监管部门已向部分房地产贷款较多、增长较快的银行进行了“窗口指导”，要求控制房地产贷款额度，但对各家银行的具体要求各不相同。  |
| 2019/7/21 | 银保监会 | -                  | 据证券时报报道，监管部门将收紧房地产信托标准，项目公司或项目公司直接股东（持股比例不低于50%）须具有不低于房地产二级开发资质。  |
| 2019/7/22 | 银保监会 | -                  | 据财新报道，下半年银保监会将对30城75家机构展开专项检查，强化地产开发贷和个贷合规要求，整治违规向房企提供表内外融资、违规“首付贷”等行为。   |
| 2019/7/31 | 央行   | 银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会 | 加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率   |
| 2019/8/2  | 央行   | 2019年下半年工作电视会议     | 持续加强房地产市场资金管控   |
| 2019/8/7  | 银保监会 | 《中国银保监会信托部关于进一步做好下 | 加强房地产信托合规管理和风险控制，督促辖内信托机构依法合规开展房地产信托业务，控制业务发展增速。按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取监管约谈、现场检查，暂停部分  |

|  |                    |  |
|--|--------------------|--|
|  | 半年信托监管工作的通知》(64号文) | 或全部业务、撤销高管任职资格等多种措施,坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。 |
|--|--------------------|--|

数据来源: 央行、银保监会, 广发证券发展研究中心

从数据来看, 7月, 我们统计的A股房企债权融资规模650亿元, 同比下降2%, 低基数下环比上升78%。根据单笔融资金额及期限可以推算房企融资到期规模及每月净融资规模, 同口径的A股房企7月债权融资到期规模为790亿元, 同比上涨22%, 单月净融资规模为-141亿元。累计来看, 19年1-7月A股房企债权融资3472亿元(同比上涨31%), 到期规模4162亿元(同比上涨22%), 累计净融资规模为-506亿元, 18年以来的房企到期兑付压力加大, 8-12月月均到期规模为566亿元, 偿还压力高于18年月均水平。

图30: A股房企债权融资、到期及净融资规模(亿元)



数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

从结构来看, 19年1-7月A股房企6月信用债融资(包括公司债、企业债、中票、短融、ABS等)规模占比35%, 非标融资规模占比为39%(根据公告整理, 包括信托贷款、委托贷款、其他非标等), 其他债权融资、海外融资分别占比16%、10%。从近一个月的情况来看, 7月A股房企信用债、非标融资及其他债权融资规模同近半年月均规模相比均有所下降, 非标融资规模上升。

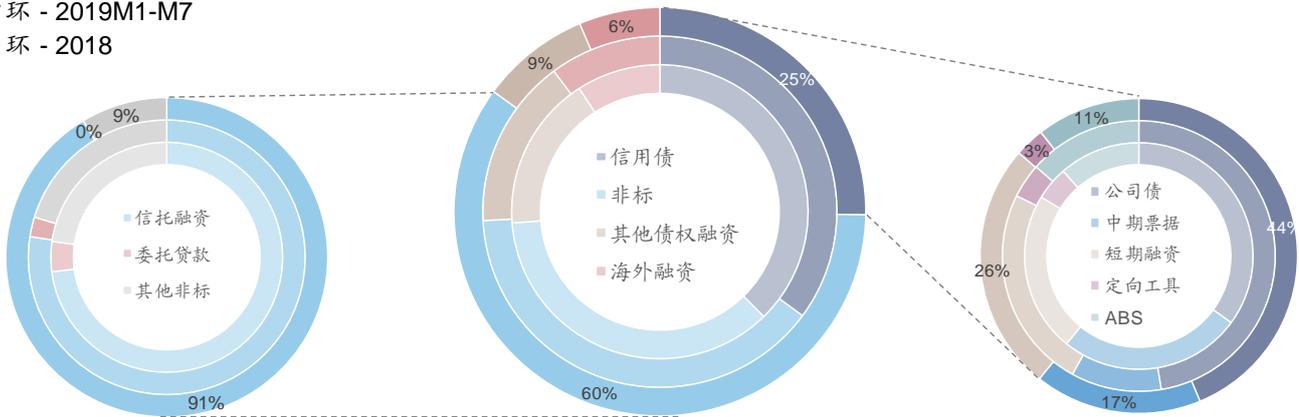
在成本方面, 7月房企境内债权融资成本为5.2%, 较6月环比下降0.5%, 为近两年融资成本相对低位。从结构来看, 我们统计的7月信用债平均融资成本5.2%, 环比下降0.1pct, 非标类融资成本10.3%, 环比上升0.9pct, 而其他债权融资成本为6.9%, 环比上升0.2pct。

图31: A股房企债权融资结构拆分

外环 - 2019M7

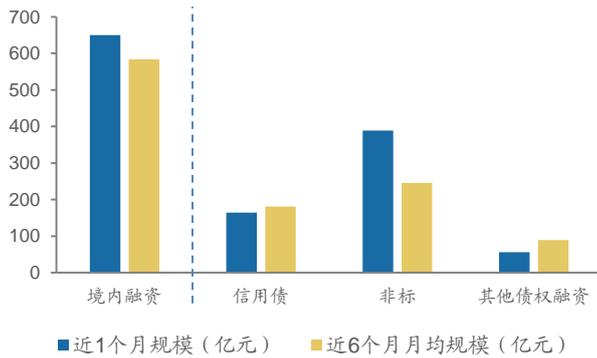
中环 - 2019M1-M7

内环 - 2018



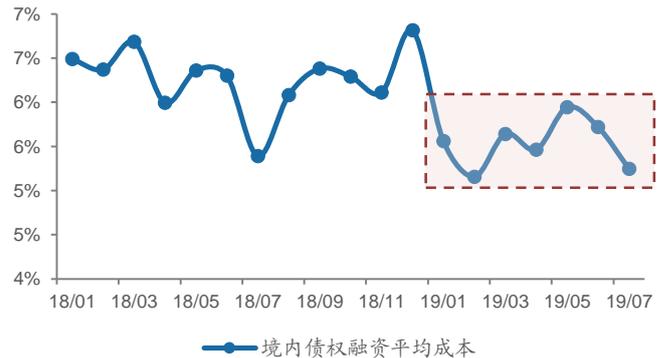
数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

图32: 7月融资规模结构与近半年平均对比



数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

图33: 境内债权融资平均融资成本



数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

### 各融资渠道分析: 信用债规模持续收紧, 信托发行规模环比下降3成

针对房企融资不同渠道方式, 主要从房企信用债、非标、海外融资三方面的规模、结构及成本进行分析。

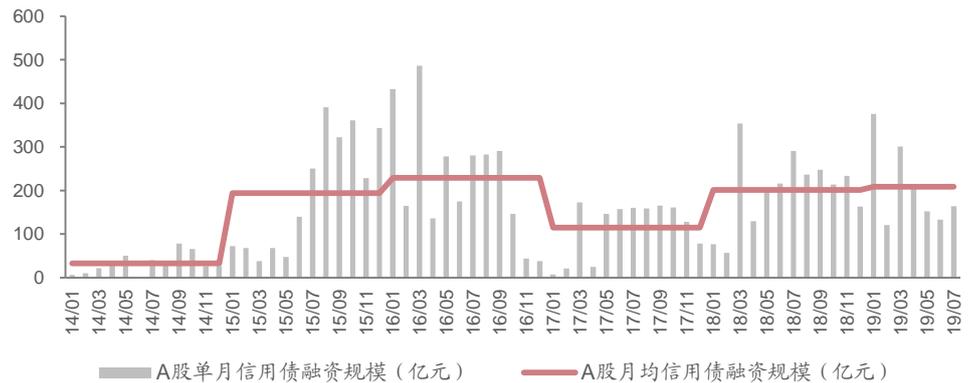
首先看信用债, A股房企7月发行信用债规模164亿元, 环比上升23%, 同比下降44%, 二季度以来连续3个月发行规模同比下降。1-7月累计发行信用债1460亿元, 同比上涨10%, 较1-6月收窄16pct。具体来看, 7月A股房企信用债发行规模环比下滑, 其他各类信用债规模发行规模环比上升, 同比来看, 中期票据、短期融资及ABS等信用债发信规模同比下滑50%以上。

成本方面, 7月信用债整体融资成本为5.2%, 环比下降0.5pct, 融资成本边际改善。按照信用债评级区分, AAA级信用债7月融资成本4.5%, 环比持平, AA级信用债融资成本为6.0%, 利差为1.5pct, 较6月利差水平小幅上升。从信用债内部结构来看, 6月公司债融资成本为5.6%, 环比上升0.1pct, 而中票、定向工具和ABS平均融

资成本分别为4.8%、5.5%和5.0%，较6月分别下降0.3pct、1.3pct和0.6pct。同上半年融资成本相比，除公司债外，7月各类信用债融资成本均有所改善。

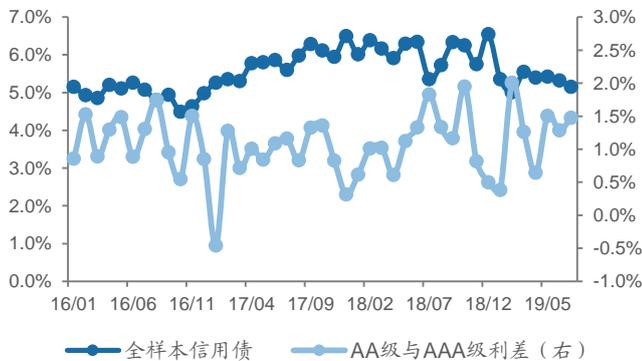
公司层面来看，招商蛇口7月发行两笔公司债，其中3年期公司债券票面利率为3.6%，较上月发行的同期利率下降0.2pct，5年期公司债券票面利率同样下降。此外，华润置地发行中票成本以及龙湖集团发行公司债的成本均小幅改善，蓝光发展发行公司债与前期成本相比持平。

图34: A股房企信用债单月融资规模及年内月均规模(亿元)



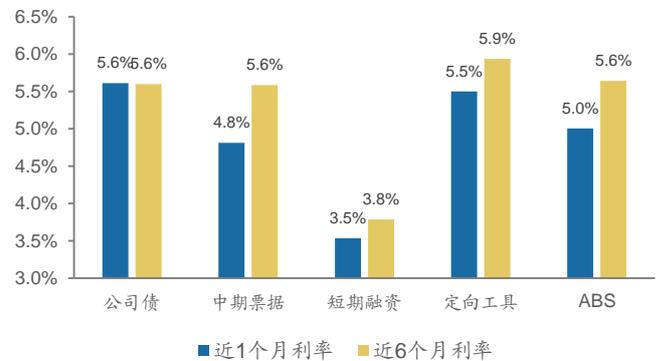
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图35: 全样本信用债发行成本及利差



数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

图36: 7月及上半年信用债平均融资成本对比



数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

表9: 内房股7月信用债发行融资成本对比

| 融资方式 | 发行时间  | 发行主体 | 债券简称            | 发行总额(亿元) | 票面利率 | 期限 |
|------|-------|------|-----------------|----------|------|----|
| 公司债  | 18/06 | 招商蛇口 | 18 蛇口 04        | 21.6     | 5.0% | 3  |
| 公司债  | 19/06 | 招商蛇口 | 19 蛇口 02        | 12.0     | 3.8% | 3  |
| 公司债  | 19/07 | 招商蛇口 | 19 蛇口 04        | 6.0      | 3.6% | 3  |
| 公司债  | 18/06 | 招商蛇口 | 18 蛇口 03        | 18.4     | 5.3% | 5  |
| 公司债  | 19/06 | 招商蛇口 | 19 蛇口 01        | 23.0     | 4.2% | 5  |
| 公司债  | 19/07 | 招商蛇口 | 19 蛇口 03        | 15.0     | 4.1% | 5  |
| 中期票据 | 18/04 | 华润置地 | 18 华润置地 MTN002A | 5.0      | 5.0% | 3  |
| 中期票据 | 19/07 | 华润置地 | 19 华润控股 MTN001  | 10.0     | 3.7% | 3  |

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

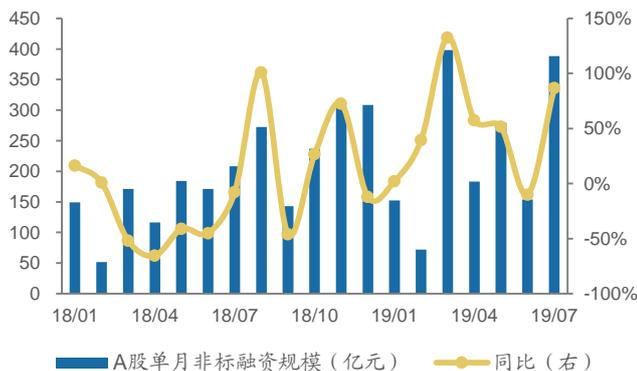
|      |       |      |                 |      |      |   |
|------|-------|------|-----------------|------|------|---|
| 中期票据 | 18/04 | 华润置地 | 18 华润置地 MTN002B | 35.0 | 5.2% | 5 |
| 中期票据 | 19/07 | 华润置地 | 19 华润控股 MTN002  | 10.0 | 3.6% | 3 |
| 公司债  | 18/08 | 龙湖集团 | 18 龙湖 04        | 30.0 | 5.0% | 5 |
| 公司债  | 19/02 | 龙湖集团 | 19 龙湖 01        | 17.0 | 4.0% | 5 |
| 公司债  | 19/07 | 龙湖集团 | 19 龙湖 03        | 5.0  | 3.9% | 5 |
| 公司债  | 19/02 | 龙湖集团 | 19 龙湖 02        | 5.0  | 4.7% | 7 |
| 公司债  | 19/07 | 龙湖集团 | 19 龙湖 04        | 15.0 | 4.7% | 7 |
| 公司债  | 19/03 | 蓝光发展 | 19 蓝光 01        | 11.0 | 7.5% | 3 |
| 公司债  | 19/07 | 蓝光发展 | 19 蓝光 02        | 11.0 | 7.5% | 3 |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

第二，在非标融资方面主要以信托为主，从信托行业的数据来看，根据用益信托网数据，7月房地产信托发行规模745.51亿元，环比下降31%，同比下降11%，年内增速首次转负，信托融资渠道收紧效果逐步体现。行业数据收缩，但企业信托渠道融资不降反升，我们统计的A股房企7月非标融资389亿元，环比上升153%，同比上升88%，主要是泰禾集团、金科股份多笔信托贷款融资导致。1-7月A股房企累计非标融资1628亿元，同比上涨55%。非标融资主要以信托融资为主，从信托行业的数据来看，根据用益信托网数据，7月房地产信托发行规模745.51亿元，环比下降31%，同比下降11%，年内增速首次转负，信托融资渠道收紧效果逐步体现。

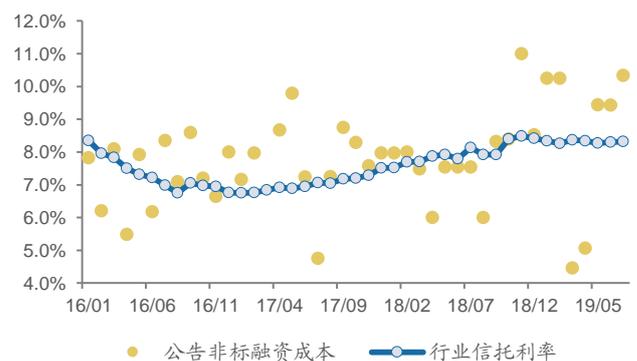
成本方面，我们统计的公告样本房企7月非标融资成本为10.3%，环比6月上升0.9pct。行业方面，根据用益信托网数据，19年6月房地产信托发行平均融资成本为8.32%，较6月小幅回升0.02pct，行业信托融资成本略有上行。

图37: A股非标融资单月规模及同比



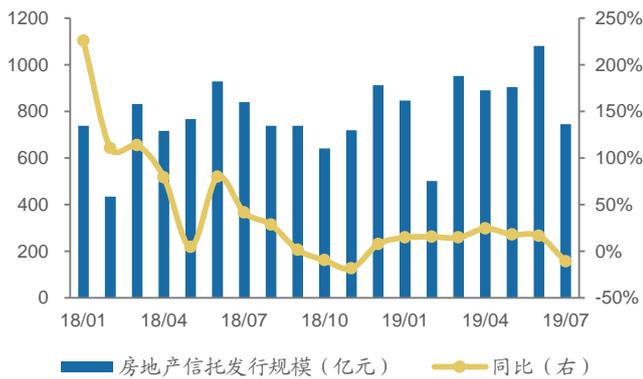
数据来源：Wind，公司融资公告，广发证券发展研究中心

图38: A股非标融资结构



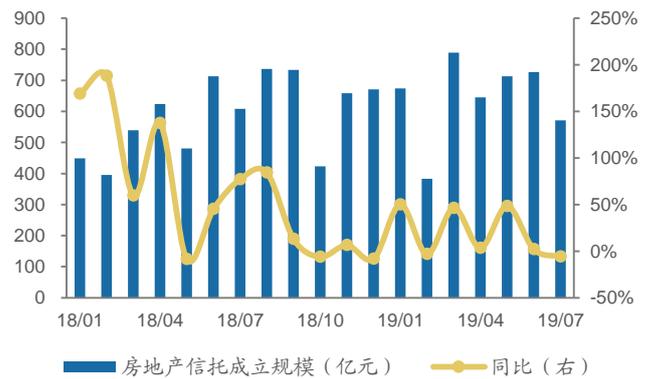
数据来源：Wind，公司融资公告，广发证券发展研究中心

图39: 房地产信托发行规模及增速



数据来源: 用益信托网, 广发证券发展研究中心

图40: 房地产信托成立规模及增速



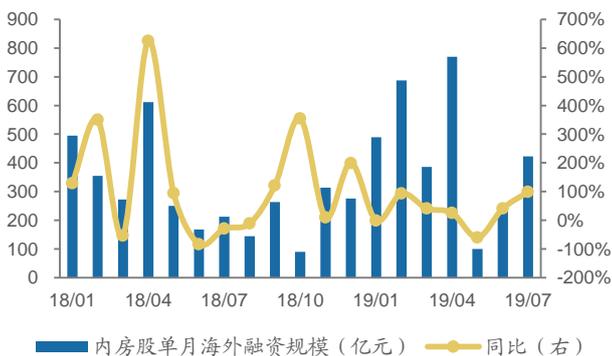
数据来源: 用益信托网, 广发证券发展研究中心

第三, 海外融资方面, 根据Wind统计的内房股海外债数据, 19年7月海外债融资规模为422亿元, 同比增长99%, 主要为H股房企规模上涨拉动。1-7月内房股海外债累计融资3093亿元, 同比上涨31%, 其中A股、H股房企分别占比13%、77%, 未上市房企占比仅为9%。

成本方面, 海外融资成本18年持续上升, 18年四季度上升至9.7%, 为近6年的融资成本高点, 在19年一季度小幅回落后, 7月融资成本再次上升至8.2%。我们根据评级将海外债区分为投资级和投机级, 从数据来看, 19年内房股海外债7月投资级、投机级融资成本分别为5.9%、9.8%, 信用评级较高的房企融资成本相对稳定。

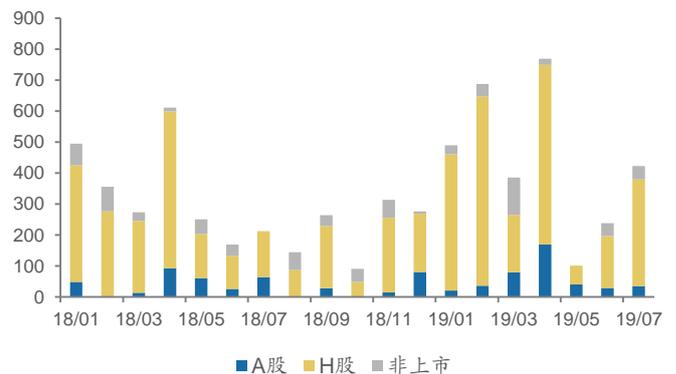
具体房企来看, 龙头房企海外债融资成本继续改善, 如世贸房地产发行海外债期限7年, 成本低于前期3-5年期海外债成本, 龙光地产以及佳兆业集团在7月发行的海外债同样表现为融资成本改善, 富力地产发行海外债融资成本较19年2月发行的同期限海外债成本下降0.5pct。

图41: 内房股海外债融资单月规模及同比



数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

图42: 内房股海外债融资结构 (亿元, 按主体区分)



数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

图43: 内房股海外债利率

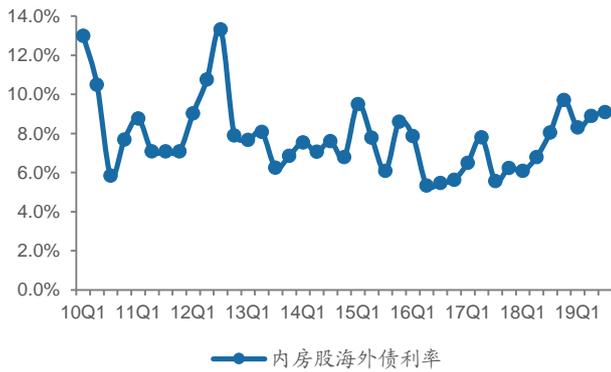
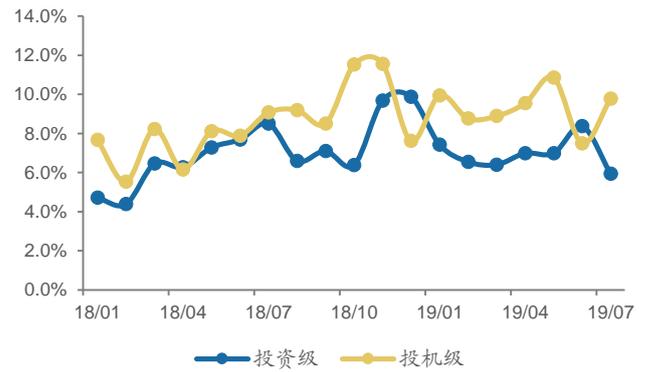


图44: 房股海外债利率 (按评级分类)



数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

表10: 内房股美元债相同主体间的利率变化对照

| 融资方式 | 日期    | 发行主体  | 债券简称    | 发行(亿美元) | 期限(年) | 利率    |
|------|-------|-------|---------|---------|-------|-------|
| 海外债  | 18/10 | 世茂房地产 | IFMB.SG | 2.5     | 3.0   | 6.4%  |
| 海外债  | 19/02 | 世茂房地产 | QXXB.SG | 10.0    | 5.0   | 6.1%  |
| 海外债  | 19/07 | 世茂房地产 | QJFB.SG | 10.0    | 7.0   | 5.6%  |
| 海外债  | 18/12 | 龙光地产  | ZIYB.SG | 3.7     | 2.0   | 8.8%  |
| 海外债  | 19/02 | 龙光地产  | UQUB.SG | 3.0     | 3.5   | 7.5%  |
| 海外债  | 19/07 | 龙光地产  | IAMB.SG | 4.0     | 4.0   | 6.5%  |
| 海外债  | 19/01 | 佳兆业集团 | TNYB.SG | 1.0     | 2.5   | 10.5% |
| 海外债  | 19/05 | 佳兆业集团 | YIAB.SG | 7.0     | 3.7   | 11.5% |
| 海外债  | 19/07 | 佳兆业集团 | XSSB.SG | 3.0     | 4.0   | 10.9% |
| 海外债  | 19/02 | 富力地产  | TAZB.SG | 3.8     | 5.0   | 8.6%  |
| 海外债  | 19/07 | 富力地产  | FWZB.SG | 4.5     | 5.0   | 8.1%  |

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

整体来看, 我们认为中央对于加强地产资金监管、规范房企融资行为的态度仍将持续, 同时, 8月20日实施的LPR机制改革实际利率降低将缓解部分融资收紧的压力, 有助于板块估值修复。从企业的角度来看, 头部优势将扩大, 企业在土地、融资、管理、品牌溢价各方面将全面胜出。特别是高周转经营能力突出的房企, 通过自身经营效率提升获得的增长更具持续性和稳定性。

表11: 公告整理房企债权融资规模及成本

|             | 公告统计融资规模(亿元) |      |            | 整体融资成本 | 信用债融资成本 |      |            | 19年公告统计融资结构 |     |     |
|-------------|--------------|------|------------|--------|---------|------|------------|-------------|-----|-----|
|             | 2017         | 2018 | 2019 M1-M7 |        | 2017    | 2018 | 2019 M1-M7 | 信用债         | 非标  | 其他  |
| <b>A股房企</b> |              |      |            |        |         |      |            |             |     |     |
| 万科A         | 135          | 473  | 78         | 6.3%   | 4.7%    | 4.2% | 3.6%       | 48%         |     | 52% |
| 招商蛇口        | 91           | 156  | 186        | 4.9%   | 4.9%    | 4.6% | 3.4%       | 62%         | 38% |     |
| 保利地产        | 66           | 111  | 15         | 5.0%   | 5.3%    | 5.1% | 3.6%       | 100%        |     |     |

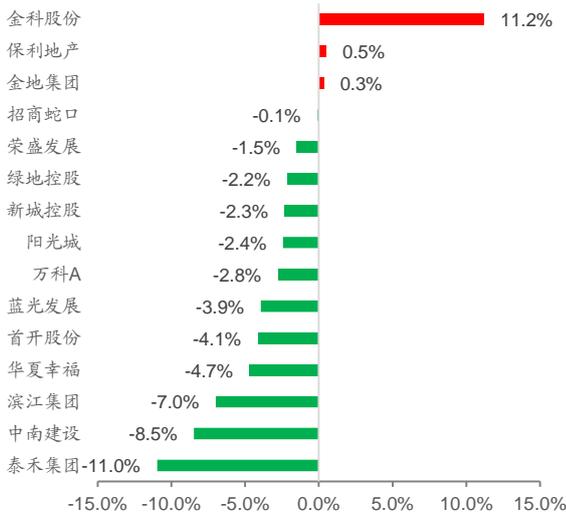
|        |     |     |     |      |      |      |      |      |     |      |
|--------|-----|-----|-----|------|------|------|------|------|-----|------|
| 华夏幸福   | 582 | 315 | 275 | 6.4% | 5.1% | 6.9% | 6.9% | 26%  | 21% | 37%  |
| 绿地控股   | 39  | 20  | 0   | 5.4% |      |      |      |      |     |      |
| 新城控股   | 99  | 176 | 94  | 6.5% | 5.7% | 7.2% | 5.8% | 56%  |     | 44%  |
| 金科股份   | 119 | 242 | 231 | 7.1% |      | 7.3% | 6.6% | 37%  | 60% |      |
| 阳光城    | 636 | 708 | 401 | 7.9% | 6.7% | 7.6% | 6.9% | 14%  | 69% | 13%  |
| 泰禾集团   | 400 | 423 | 226 | 8.5% | 7.4% | 7.5% |      |      | 74% | 12%  |
| 中南建设   | 167 | 138 | 201 | 8.0% | 7.4% | 7.9% | 7.6% | 17%  | 68% | 3%   |
| 荣盛发展   | 178 | 135 | 48  | 7.8% | 6.5% | 6.1% | 7.3% | 30%  |     | 70%  |
| 滨江集团   | 43  | 50  | 17  | 5.8% | 5.5% | 6.2% | 4.7% | 100% |     |      |
| 首开股份   | 405 | 277 | 206 | 5.4% | 5.1% | 5.2% | 4.1% | 31%  | 65% |      |
| 金地集团   | 116 | 215 | 30  | 4.8% | 5.0% | 5.1% | 3.2% | 100% |     |      |
| 蓝光发展   | 30  | 161 | 68  | 7.5% | 7.5% | 7.5% | 7.5% | 46%  |     | 54%  |
| H 股房企  |     |     |     |      |      |      |      |      |     |      |
| 中国海外发展 |     | 218 | 35  | 4.3% |      | 6.3% | 3.6% | 100% |     |      |
| 龙湖集团   | 121 | 141 | 42  | 4.6% | 4.6% | 5.2% | 4.3% | 100% |     |      |
| 华润置地   | 50  | 100 | 74  | 4.5% | 4.6% | 5.3% | 3.6% | 27%  |     | 73%  |
| 融创中国   | 67  | 140 | 186 | 6.8% |      | 7.5% |      |      |     | 100% |
| 碧桂园    | 82  | 417 | 165 | 6.1% | 6.6% | 6.2% |      |      |     | 100% |
| 中国恒大   | 829 | 339 | 241 | 8.2% |      |      |      |      |     | 100% |
| 绿城中国   | 105 | 159 | 34  | 5.4% | 5.4% | 5.6% |      |      |     | 100% |
| 世茂房地产  | 121 | 105 | 136 | 5.8% | 4.9% | 5.7% |      |      |     | 100% |
| 中国金茂   | 196 | 70  | 52  | 6.7% | 4.7% | 4.9% |      |      |     | 100% |
| 旭辉控股集团 | 80  | 151 | 101 | 5.8% |      | 6.5% |      |      |     | 100% |
| 富力地产   | 60  | 302 | 217 | 5.7% | 5.4% | 6.5% | 5.2% | 22%  |     | 78%  |
| 融信中国   |     | 91  | 117 | 7.1% |      | 6.1% |      |      |     | 100% |
| 远洋集团   | 90  | 192 | 34  | 5.4% | 5.0% | 5.6% |      |      |     | 100% |
| 龙光地产   | 88  | 168 | 48  | 6.1% | 5.8% | 7.1% |      |      |     | 100% |

数据来源：Wind，公司融资公告，公司年报，广发证券发展研究中心

## 房企估值：房企估值持续下探，业绩或助推估值修复

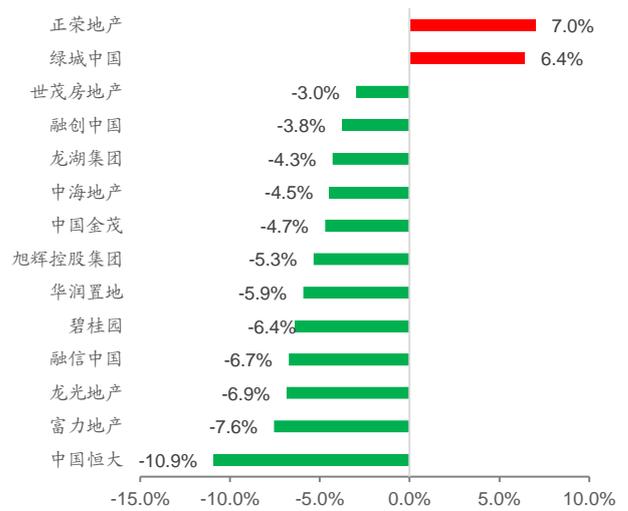
本月（2019年7月19日-2019年8月19日），A股方面，申万房地产板块指数由4252降至3919，当月绝对收益为-7.8%，而同期沪深300下跌0.4%，板块月相对收益为-7.4%。H股方面，恒生地产类指数由42986下降至38925，当月绝对收益为-9.4%，同期恒生指数跌幅8.6%，恒生地产类指数月相对收益为-0.8%。近3个月（2019年5月20日至2019年8月19日），申万房地产板块指数绝对收益为-4.8%，相对收益为-9.6%，恒生地产类指数绝对收益为-8.8%，相对收益为-3.4%。

图 45: 本月A股主流房企股价月涨跌幅(07.19-08.19)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

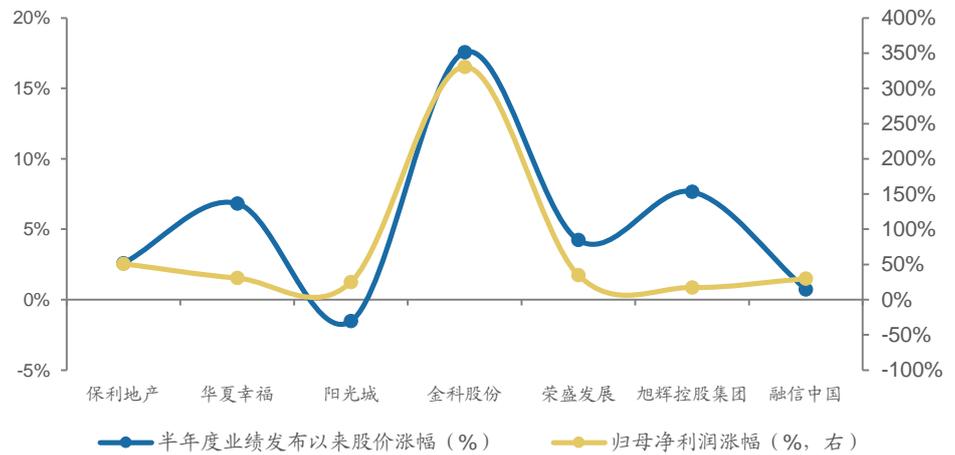
图 46: 本月H股主流房企股价月涨跌幅(07.19-08.19)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从个股情况来看, 本月主流房企整体表现均相对较弱。A股涨幅居前为金科股份、保利地产及金地集团, 月涨幅分别为11.2%、0.5%及0.3%, 其中金科股份主要受益于出色的半年度业绩, 自8月13日半年度业绩公布以来股价上涨明显。本月H股中, 仅正荣地产、绿城中国两支股票股价上涨, 涨幅分别为7.0%、6.4%。本月半年度业绩亮眼的房企多表现出较为明显的相对收益。整体来看, 主流房企当前估值处于历史相对低位。

图47: 部分发布半年度业绩房企19半年度业绩及业绩发布以来股价表现



数据来源: 公司公告, Wind, 广发证券发展研究中心

表12: A股及H股房地产板块及主流房地产公司股价表现情况

|           | 证券简称   | 当月涨跌幅 | 当月相对收益 | 近3个月涨跌幅 | 近3个月相对收益 | 年初以来涨跌幅 | 年初以来相对收益 |
|-----------|--------|-------|--------|---------|----------|---------|----------|
| 000300.SH | 沪深300  | -0.4% |        | 4.8%    |          | 25.9%   |          |
| 801180.SI | SW 房地产 | -7.8% | -7.4%  | -4.8%   | -9.6%    | 12.1%   | -13.8%   |
| 000002.SZ | 万科A    | -8.9% | -8.5%  | 2.6%    | -2.2%    | 17.4%   | -8.5%    |

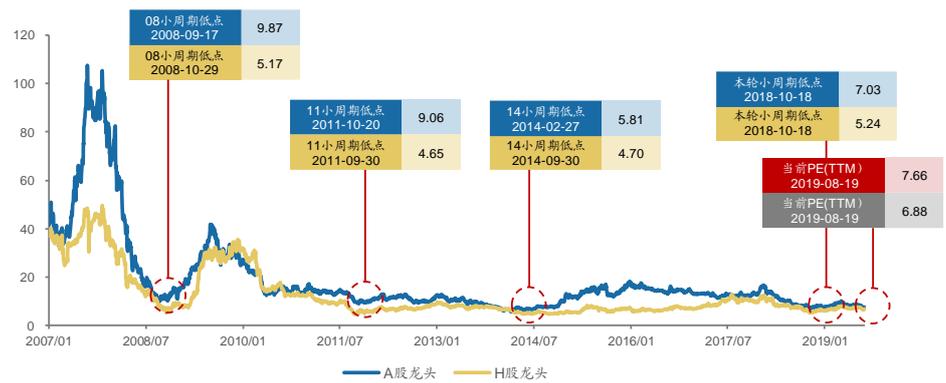
|           |        |        |        |        |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 600048.SH | 保利地产   | -0.7%  | -0.3%  | 18.3%  | 13.5%  | 26.1%  | 0.2%   |
| 600606.SH | 绿地控股   | -6.3%  | -5.9%  | 3.9%   | -0.8%  | 16.4%  | -9.6%  |
| 601155.SH | 新城控股   | -13.9% | -13.4% | -26.1% | -30.8% | 13.2%  | -12.7% |
| 600340.SH | 华夏幸福   | -9.9%  | -9.4%  | -3.6%  | -8.4%  | 13.6%  | -12.3% |
| 001979.SZ | 招商蛇口   | -3.6%  | -3.2%  | -0.9%  | -5.7%  | 23.2%  | -2.8%  |
| 000671.SZ | 阳光城    | -11.2% | -10.7% | -0.1%  | -4.9%  | 25.5%  | -0.5%  |
| 000732.SZ | 泰禾集团   | -14.7% | -14.2% | -18.3% | -23.1% | -10.9% | -36.8% |
| 000961.SZ | 中南建设   | -13.6% | -13.1% | -3.5%  | -8.3%  | 42.6%  | 16.7%  |
| 600383.SH | 金地集团   | -2.8%  | -2.3%  | 11.7%  | 7.0%   | 33.5%  | 7.5%   |
| 000656.SZ | 金科股份   | 4.3%   | 4.8%   | 17.8%  | 13.0%  | 19.1%  | -6.8%  |
| 600466.SH | 蓝光发展   | -9.7%  | -9.2%  | -4.2%  | -9.0%  | 13.6%  | -12.3% |
| 002244.SZ | 滨江集团   | -10.6% | -10.2% | -8.1%  | -12.9% | -1.7%  | -27.6% |
| 002146.SZ | 荣盛发展   | -8.8%  | -8.3%  | -3.1%  | -7.9%  | 13.9%  | -12.1% |
| 600376.SH | 首开股份   | -9.6%  | -9.2%  | -13.1% | -17.9% | 7.7%   | -18.2% |
| HSI.HI    | 恒生指数   | -8.6%  |        | -5.4%  |        | 11.7%  |        |
| HSPI.HI   | 恒生地产   | -9.4%  | -0.8%  | -8.8%  | -3.4%  | 18.1%  | 6.3%   |
| 02007.HK  | 碧桂园    | -12.0% | -3.4%  | -7.2%  | -1.8%  | 29.9%  | 18.2%  |
| 03333.HK  | 中国恒大   | -15.7% | -7.1%  | -12.2% | -6.8%  | -1.3%  | -13.0% |
| 01918.HK  | 融创中国   | -11.3% | -2.7%  | 8.5%   | 13.9%  | 60.1%  | 48.4%  |
| 00688.HK  | 中国海外发展 | -10.3% | -1.7%  | -7.4%  | -2.0%  | 11.7%  | 0.0%   |
| 00960.HK  | 龙湖集团   | -10.4% | -1.8%  | 7.1%   | 12.5%  | 40.2%  | 28.5%  |
| 01109.HK  | 华润置地   | -8.6%  | 0.0%   | 2.3%   | 7.7%   | 22.6%  | 10.8%  |
| 03900.HK  | 绿城中国   | 7.9%   | 16.5%  | 27.7%  | 33.1%  | 12.7%  | 1.0%   |
| 00813.HK  | 世茂房地产  | -8.4%  | 0.2%   | 4.5%   | 9.9%   | 20.0%  | 8.3%   |
| 00817.HK  | 中国金茂   | 0.4%   | 9.0%   | 13.1%  | 18.5%  | 51.5%  | 39.8%  |
| 00884.HK  | 旭辉控股集团 | -16.0% | -7.4%  | 11.0%  | 16.4%  | 44.2%  | 32.5%  |
| 06158.HK  | 正荣地产   | -3.2%  | 5.4%   | 3.4%   | 8.8%   | 4.2%   | -7.5%  |
| 02777.HK  | 富力地产   | -10.4% | -1.8%  | 0.8%   | 6.2%   | 47.2%  | 35.5%  |
| 03301.HK  | 融信中国   | -10.9% | -2.3%  | 5.6%   | 10.9%  | 23.4%  | 11.7%  |
| 03380.HK  | 龙光地产   | -13.6% | -5.0%  | 6.1%   | 11.5%  | 39.1%  | 27.4%  |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：A股股价单位为人民币元/股，H股股价单位为港元/股。

从龙头房企PE（TTM）来看，A股龙头房企PE（TTM）估值呈现明显小周期波动，08小周期、11小周期及14小周期估值低点分别为9.87、9.06及5.81，而本轮小周期估值低点为7.03，出现在2018年10月18日，低于08及11小周期低点，但高于14小周期低点，一定程度上反映了龙头房企的防御属性。当前A股龙头房地产板块平均PE（TTM）为7.66，仍低于08及11小周期，当前估值仍旧维持较低水平。18年初以来A股龙头房企PE（TTM）最高点为16.7，当前回撤幅度为54.1%，较6月进一步扩大。

图 48: A股及H股龙头房企PE (TTM)



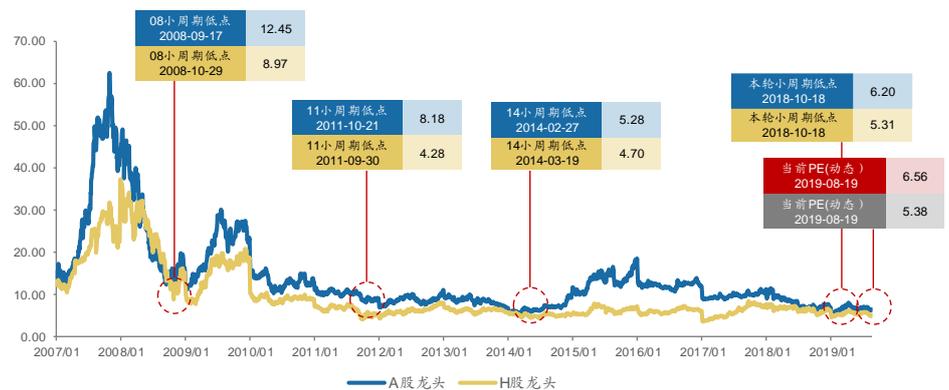
|      |    | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------|----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| A股龙头 | 高点 | 82.4 | 41.8 | 27.4 | 17.3 | 13.0 | 12.9 | 12.4 | 18.3 | 17.8 | 13.9 | 16.7 | 10.2 |
|      | 低点 | 9.9  | 14.5 | 12.5 | 9.1  | 9.4  | 7.1  | 5.8  | 11.2 | 13.0 | 11.3 | 7.0  | 7.5  |
| H股龙头 | 高点 | 34.6 | 35.5 | 31.8 | 13.5 | 8.9  | 9.7  | 7.0  | 8.3  | 8.1  | 12.8 | 12.5 | 8.1  |
|      | 低点 | 5.2  | 7.4  | 12.0 | 4.6  | 5.4  | 6.5  | 4.7  | 5.2  | 5.8  | 6.9  | 5.2  | 6.0  |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

而H股方面, H股龙头房企当前PE (TTM) 估值为6.88, 高于08、11、14小周期估值低点, 且高于本轮小周期低点。18年初以来H股PE (TTM) 最高点12.5, 当前估值回撤幅度为45.0%, 回撤幅度较6月同样有所扩大。

从龙头房企动态PE来看, 08小周期、11小周期及14小周期A股龙头房企动态PE估值低点分别为12.45、8.18及5.28, 而本轮小周期估值低点为6.20, 出现在2018年10月18日, 低于08及11小周期低点, 但高于14小周期低点。当前A股龙头房地产板块平均动态PE为6.56, 低于08及11小周期, 当前估值仍旧维持较低水平, 估值较18年初以来高点回撤43.2%。H股龙头房企当前动态PE估值为5.38, 接近本轮小周期低点, 较18年初以来高位回撤31.8%。

图 49: A股及H股龙头房企PE (动态)

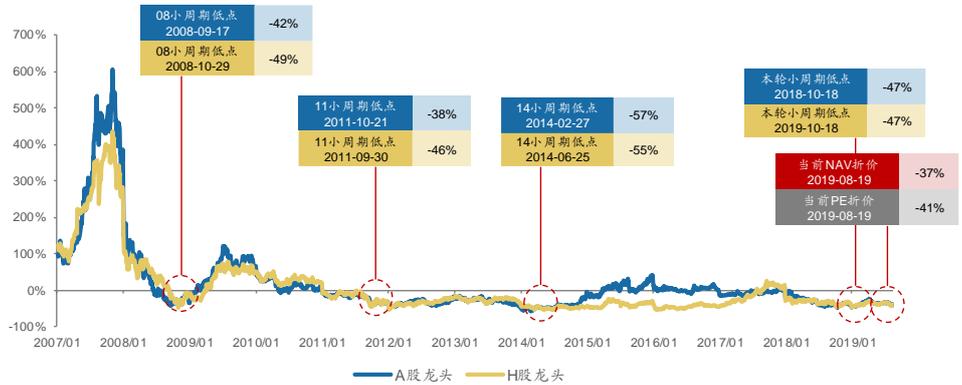


|      |    | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------|----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| A股龙头 | 高点 | 49.2 | 30.2 | 16.3 | 11.7 | 11.2 | 10.2 | 11.8 | 18.6 | 14.0 | 11.4 | 11.5 | 8.2  |
|      | 低点 | 12.4 | 11.3 | 10.4 | 8.2  | 7.0  | 6.7  | 5.3  | 10.0 | 10.8 | 8.9  | 6.2  | 5.6  |
| H股龙头 | 高点 | 37.4 | 20.9 | 10.6 | 7.9  | 8.2  | 7.3  | 5.9  | 8.0  | 7.5  | 8.6  | 7.9  | 6.3  |
|      | 低点 | 9.0  | 7.9  | 7.8  | 4.3  | 4.4  | 5.3  | 4.6  | 5.3  | 5.3  | 3.8  | 5.3  | 4.8  |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从龙头房企NAV折价情况来看，08小周期、11小周期及14小周期A股龙头房企NAV折价率最低分别为-42%、-38%及-57%，而本轮小周期估值低点为-47%，低于08及11小周期低点，但高于14小周期低点。2019年6月末，A股龙头房地产板块NAV折价为-37%，H股龙头房企当前NAV折价率为-41%。

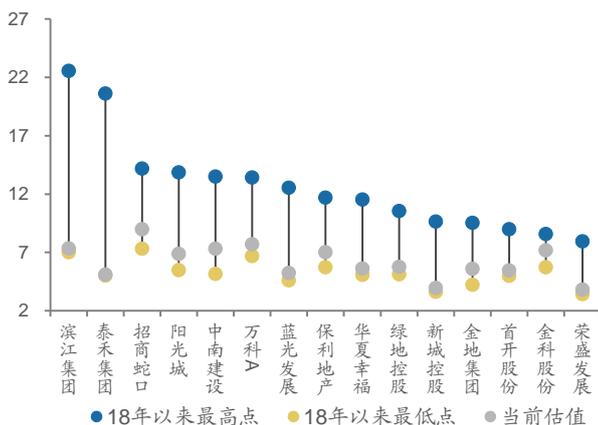
图 50: A股及H股龙头房企NAV折价情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

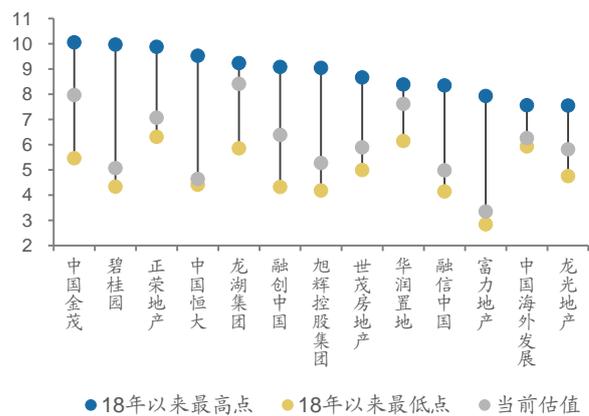
从个股动态PE来看，A股主流房企当前估值普遍接近18年年初至今低点，且较高点回撤幅度较大，蓝光发展、华夏幸福、荣盛发展等公司当前估值接近18年以来估值底部，且本月较上月进一步接近。而H股主流房企中，多数房企当前估值与高低点相对位置则出现分化，碧桂园、中国恒大、旭辉控股集团、中国海外发展等公司相对更接近低点，龙湖集团、华润置地当前估值已接近18年年初至今高点，中国金茂、融创中国等公司则介于高低点之间，

图 51: A股主流房企动态PE估值变化 (截至08.19)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 52: H股主流房企动态PE估值变化 (截至08.19)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表13: A股及H股房地产板块及主流房地产公司估值表现情况(动态PE)

|             | 2014         |             | 2015         |              | 2016         |              | 2017         |              | 2018         |             | 当前          |
|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
|             | Max          | Min         | Max          | Min          | Max          | Min          | Max          | Min          | Max          | Min         |             |
| 万科 A        | 9.72         | 4.6         | 14.9         | 7.25         | 14.56        | 8.94         | 13.31        | 7.27         | 13.44        | 6.73        | 7.72        |
| 绿地控股        |              |             | 43.08        | 22.76        | 25.76        | 14.6         | 11.96        | 9.4          | 10.57        | 5.63        | 5.78        |
| 华夏幸福        | 16.3         | 6.28        | 18.94        | 11.57        | 13.15        | 9.82         | 14.94        | 8.02         | 11.56        | 5.29        | 5.64        |
| 招商蛇口        | 15.94        | 6.14        | 35.37        | 12.12        | 16.55        | 11.3         | 14.28        | 10.32        | 14.2         | 8.35        | 9.01        |
| 阳光城         | 14.36        | 5.43        | 25.56        | 10.81        | 26.53        | 18.33        | 16.26        | 10.33        | 13.86        | 6.54        | 6.90        |
| 泰禾集团        | 21.35        | 10.78       | 28.96        | 12.19        | 17.77        | 12.79        | 11.9         | 9.2          | 20.63        | 6.76        | 5.13        |
| 中南建设        | 16.68        | 6.99        | 93.74        | 31.44        | 119.98       | 36.77        | 65.93        | 36.81        | 13.52        | 8.49        | 7.32        |
| 金地集团        | 12.82        | 6.5         | 23.34        | 12.27        | 11.57        | 6.82         | 8.74         | 6.97         | 9.54         | 4.23        | 5.62        |
| 金科股份        | 25.6         | 8.52        | 36.99        | 14.69        | 21.69        | 10.79        | 17.97        | 12.04        | 8.6          | 6.1         | 7.19        |
| 蓝光发展        |              |             | 51.1         | 22.35        | 30.46        | 18.05        | 16.52        | 12.05        | 12.57        | 5.52        | 5.27        |
| 滨江集团        | 13.11        | 9.07        | 33.16        | 9.71         | 17.02        | 13.11        | 14.45        | 11.73        | 22.57        | 8.53        | 7.35        |
| 荣盛发展        | 9.31         | 4.74        | 23.23        | 11.35        | 9.74         | 6.75         | 10.72        | 5.79         | 7.98         | 3.85        | 3.83        |
| 首开股份        | 13.72        | 5.52        | 22.36        | 9.37         | 18.78        | 9.82         | 15.56        | 10.02        | 9.01         | 5           | 5.48        |
| <b>A股平均</b> | <b>15.36</b> | <b>6.78</b> | <b>34.67</b> | <b>14.45</b> | <b>26.43</b> | <b>13.68</b> | <b>17.89</b> | <b>11.53</b> | <b>12.93</b> | <b>6.23</b> | <b>6.33</b> |
| 碧桂园         | 6.73         | 4.06        | 8.55         | 5.05         | 7.59         | 4.63         | 10.45        | 3.08         | 9.47         | 4.36        | 4.57        |
| 中国恒大        | 3.58         | 2.68        | 8.78         | 3.52         | 15.34        | 10.80        | 14.45        | 2.49         | 9.04         | 5.46        | 4.14        |
| 融创中国        | 6.53         | 2.89        | 8.65         | 3.34         | 9.51         | 5.09         | 13.40        | 2.03         | 8.59         | 4.61        | 5.89        |
| 中国海外发展      | 7.10         | 5.27        | 8.39         | 5.03         | 7.75         | 5.16         | 7.86         | 5.97         | 7.07         | 5.54        | 5.76        |
| 龙湖集团        | 5.93         | 4.39        | 7.30         | 4.56         | 7.08         | 4.95         | 8.84         | 4.16         | 7.81         | 5.36        | 7.92        |
| 华润置地        | 8.11         | 5.48        | 9.91         | 6.29         | 8.04         | 5.67         | 8.21         | 5.68         | 7.89         | 5.65        | 7.12        |
| 绿城中国        | 11.87        | 6.27        | 37.04        | 17.32        | 9.11         | 6.09         | 12.37        | 7.06         | 61.92        | 24.67       | 4.59        |
| 世茂房地产       | 6.41         | 4.51        | 8.93         | 4.56         | 7.56         | 5.33         | 6.76         | 3.92         | 8.17         | 4.93        | 5.40        |
| 中国金茂        | 4.80         | 3.14        | 8.03         | 4.73         | 9.48         | 6.44         | 10.26        | 5.07         | 9.56         | 5.80        | 7.47        |
| 旭辉控股集团      | 4.44         | 3.42        | 5.95         | 3.34         | 5.54         | 2.76         | 6.88         | 2.62         | 8.55         | 3.72        | 4.78        |
| 正荣地产        |              |             |              |              |              |              |              |              | 9.39         | 6.21        | 6.57        |
| 融信中国        |              |             |              |              | 8.65         | 4.72         | 6.85         | 3.91         | 7.85         | 5.09        | 4.48        |
| 龙光地产        | 4.52         | 3.58        | 5.40         | 3.49         | 3.83         | 2.23         | 7.22         | 2.22         | 7.05         | 4.26        | 5.32        |
| <b>H股平均</b> | <b>6.37</b>  | <b>4.15</b> | <b>10.63</b> | <b>5.57</b>  | <b>8.29</b>  | <b>5.32</b>  | <b>9.46</b>  | <b>4.02</b>  | <b>12.49</b> | <b>6.59</b> | <b>5.69</b> |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表14: A股及H股房地产板块及主流房地产公司估值表现情况汇总

| 公司   | 类型<br>分类 | PE    |      |      |      | PB*  | 销售金额(亿人民币) |      |       | PS   |      |
|------|----------|-------|------|------|------|------|------------|------|-------|------|------|
|      |          | 18A   | 19E  | 20E  | 21E  |      | 18A        | 19E  | 增速    | 18A  | 19E  |
| 万科 A | 龙头开发     | 9.00  | 7.72 | 6.79 | 6.04 | 1.95 | 6070       | 6700 | 10.4% | 0.50 | 0.45 |
| 招商蛇口 | 主流开发     | 10.70 | 9.01 | 8.02 | 7.22 | 2.36 | 1706       | 2000 | 17.2% | 0.96 | 0.82 |
| 绿地控股 | 主流开发     | 7.27  | 5.78 | 4.71 | 3.85 | 1.22 | 3875       | 4500 | 16.1% | 0.21 | 0.18 |
| 华夏幸福 | 主流开发     | 7.11  | 5.64 | 4.61 | 3.83 | 2.41 | 1223       | 1317 | 7.7%  | 0.68 | 0.63 |
| 新城控股 | 主流开发     | 5.53  | 3.97 | 3.44 | 3.12 | 2.42 | 2211       | 2700 | 22.1% | 0.26 | 0.21 |

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

|                |      |             |             |             |             |             |      |      |               |             |             |
|----------------|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------|------|---------------|-------------|-------------|
| 华侨城 A          | 主流开发 | 5.41        | 5.24        | 4.91        | 3.27        | 0.97        | 535  | 550  | 2.8%          | 1.07        | 1.04        |
| 金地集团           | 主流开发 | 6.82        | 5.62        | 4.76        | 4.10        | 1.40        | 1623 | 2000 | 23.2%         | 0.34        | 0.28        |
| 荣盛发展           | 主流开发 | 4.95        | 3.83        | 3.48        | 3.33        | 1.12        | 1016 | 1200 | 18.1%         | 0.37        | 0.31        |
| 金科股份           | 主流开发 | 9.56        | 7.19        | 5.98        | 5.21        | 1.76        | 1188 | 1500 | 26.3%         | 0.31        | 0.25        |
| 中南建设           | 主流开发 | 13.35       | 7.32        | 4.18        | 3.22        | 1.69        | 1466 | 2000 | 36.4%         | 0.20        | 0.15        |
| 阳光城            | 主流开发 | 8.66        | 6.90        | 5.14        | 3.90        | 1.46        | 1629 | 1800 | 10.5%         | 0.16        | 0.15        |
| 首开股份           | 主流开发 | 6.04        | 5.48        | 4.68        | 4.28        | 0.83        | 1007 | 1010 | 0.3%          | 0.19        | 0.19        |
| 泰禾集团           | 主流开发 | 6.01        | 5.13        | 4.26        | 3.59        | 0.89        | 1303 | 1500 | 15.1%         | 0.12        | 0.10        |
| 蓝光发展           | 主流开发 | 7.88        | 5.27        | 3.42        | 2.58        | 1.44        | 855  | 1200 | 40.4%         | 0.20        | 0.15        |
| <b>A 股房企平均</b> |      | <b>7.74</b> | <b>6.01</b> | <b>4.89</b> | <b>4.11</b> | <b>1.57</b> |      |      | <b>17.62%</b> | <b>0.40</b> | <b>0.35</b> |
| 融创中国           | 龙头开发 | 8.28        | 5.89        | 4.44        | 3.90        | 2.31        | 4608 | 5500 | 19.4%         | 0.30        | 0.25        |
| 碧桂园            | 龙头开发 | 5.61        | 4.57        | 3.98        | 3.53        | 1.40        | 7604 | 7857 | 3.3%          | 0.26        | 0.25        |
| 中国恒大           | 龙头开发 | 5.87        | 4.14        | 3.31        | 2.85        | 2.64        | 5513 | 6000 | 8.8%          | 0.40        | 0.37        |
| 旭辉控股集团         | 主流开发 | 6.25        | 4.78        | 3.84        | 3.10        | 1.55        | 1520 | 1900 | 25.0%         | 0.22        | 0.18        |
| 龙湖集团           | 主流开发 | 9.20        | 7.92        | 6.44        | 5.38        | 2.31        | 2006 | 2200 | 9.7%          | 0.75        | 0.68        |
| 中国海外发展         | 主流开发 | 6.42        | 5.75        | 5.00        | 4.40        | 1.06        | 2549 | 2962 | 16.2%         | 0.99        | 0.85        |
| 华润置地           | 主流开发 | 8.15        | 7.12        | 6.19        | 5.35        | 1.81        | 2107 | 2420 | 14.9%         | 0.94        | 0.82        |
| 世茂房地产          | 主流开发 | 7.11        | 5.40        | 4.43        | 3.73        | 1.57        | 1761 | 2100 | 19.3%         | 0.36        | 0.30        |
| 中国金茂           | 主流开发 | 9.84        | 7.47        | 5.64        | 4.42        | 1.25        | 1280 | 1500 | 17.2%         | 0.40        | 0.34        |
| 雅居乐集团          | 主流开发 | 4.93        | 4.53        | 4.02        | 3.45        | 1.09        | 1027 | 1130 | 10.0%         | 0.34        | 0.31        |
| 远洋集团           | 主流开发 | 5.75        | 4.30        | 3.74        | 3.30        | 0.48        | 1095 | 1400 | 27.9%         | 0.19        | 0.15        |
| 融信中国           | 主流开发 | 6.89        | 4.48        | 3.22        | 2.66        | 1.43        | 1219 | 1400 | 14.8%         | 0.12        | 0.11        |
| 龙光地产           | 主流开发 | 6.75        | 5.32        | 4.29        | 3.44        | 3.24        | 718  | 850  | 18.4%         | 0.76        | 0.64        |
| 合景泰富集团         | 主流开发 | 4.55        | 3.57        | 2.93        | 2.59        | 0.80        | 655  | 850  | 29.8%         | 0.28        | 0.22        |
| <b>港股平均</b>    |      | <b>6.83</b> | <b>5.38</b> | <b>4.39</b> | <b>3.72</b> | <b>1.64</b> |      |      | <b>16.76%</b> | <b>0.45</b> | <b>0.39</b> |

数据来源: Wind, 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 风险提示

公司公告销售及拿地数据与第三方公告数据存在一定差异, 公司经营业绩及盈利情况不及预期; 资金面政策收紧进一步加码; 行业政策调控力度进一步加大, 去化下行速度及库存抬升速度快于预期。

## 广发房地产行业研究小组

乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。  
郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。  
邢莘：研究助理，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                           | 深圳市                              | 北京市                         | 上海市                            | 香港                                    |
|------|-------------------------------|----------------------------------|-----------------------------|--------------------------------|---------------------------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路<br>26号广发证券大厦<br>35楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001号太平金融大厦<br>厦31层 | 北京市西城区月坛北<br>街2号月坛大厦18<br>层 | 上海市浦东新区世纪<br>大道8号国金中心一<br>期16楼 | 香港中环干诺道中<br>111号永安中心14楼<br>1401-1410室 |
| 邮政编码 | 510627                        | 518026                           | 100045                      | 200120                         |                                       |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn                |                                  |                             |                                |                                       |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反

当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与富力地产(02777)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。